

全球透明质酸生产龙头，拓展下游成长行业铸全产业链业务矩阵

——华熙生物（688363.SH）新股定价报告

科创板新股深度

◆公司概况：全球透明质酸生产龙头

公司前身山东福瑞达成立于2000年，起家于透明质酸原料生产，2012、2014年先后推出自主品牌进入国内医疗终端产品、功能性护肤品行业。2018年原料、医疗终端、护肤品等业务营收占比分别为52%、25%、23%。

公司行业地位突出，为全球最大的透明质酸生产及销售企业，2018年占全球产量36%；皮肤科及骨科类医疗终端产品国内市占率分别为12%、9%；功能性护肤品业务营收过亿、规模快速提升中。2016~2018年营收、净利年均复合增长31.26%、25.43%，且近年提速增长。

◆公司业务：立足原料优势业务，拓展下游医疗终端、护肤品等景气领域

1) 透明质酸原料生产业务：21世纪透明质酸下游应用领域逐步拓展、带动上游原料生产快速发展，公司技术突破叠加成本优势，把握全球产业机遇成长为全球最大生产基地，产品包括医药、化妆品和食品级三大品类，客户遍布全球，16~18年原料营收年均复合增长19%。

2) 医疗终端产品自主品牌业务：包括皮肤科、骨科及其他（如眼科）产品，18年营收占该业务比重分别为78%、19%、3%，自主品牌有海力达、海视健、润百颜等，以经销为主。人口老龄化（关节炎、白内障等老年人多发疾病），美丽经济下微整形兴起等推动行业景气，公司该业务16~18年营收年均复合增速28%。

3) 功能性护肤品自有品牌业务：旗下有润百颜、丝丽等品牌，产品有次抛原液、面膜、口红等，线上线下全渠道发展；获益消费升级化妆品行业持续景气，公司借力行业及线上渠道红利实现快速发展，16~18年营收年均复合增长113%，18年线上、线下占比分别为60%、40%。

◆公司优势：技术全球领先，推出自有品牌进入下游、成功打造全产业链

公司拥有全球领先透明质酸生产技术（产率高、杂质低）及分子量控制技术（酶切、梯度3D交联等）、终端湿热灭菌技术等，使公司原料业务覆盖医药、化妆品、食品等三大应用领域，范围广，夯实龙头地位；成功推出自主品牌进入下游成长性行业、技术领先打造产品壁垒，外延拓展海外新技术、新产品增加盈利增长点、助力总体业绩靓丽、前景广阔。

◆盈利预测

募投资金31.54亿元主要用于提升研发及生产。预计原料业务稳健增长，下游自主品牌继续较快增长，毛利率获益下游业务占比提升而上升，营销费用仍需投入，预测19~21年EPS为1.20/1.58/2.04元。

◆风险提示：研发失败/新技术或产品的替代；营销投入效果不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	818.05	1,263.15	1,815.38	2,505.45	3,363.25
营业收入增长率	11.58%	54.41%	43.72%	38.01%	34.24%
净利润（百万元）	222.27	423.86	573.93	759.26	976.84
净利润增长率	-17.50%	90.70%	35.41%	32.29%	28.66%
EPS（元）	0.46	0.88	1.20	1.58	2.04
PE（按发行价计算）	104	54	40	30	23

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所预测、EPS按照发行后股本计算

分析师

李婕（执业证书编号：S0930511010001）
021-52523339
lijie_yis@ebsec.com

罗晓婷（执业证书编号：S0930519010001）
021-52523673
luoxt@ebsec.com

发行价格：47.79(元)

发行PE：54(倍)

发行规模：49.56(百万股)

发行方式：战略配售,网下询价,上网定价

发行日期：20191024

资料来源：Wind

注：发行PE以最新财报数据和发行后总股本计算

目 录

1、 公司概况：全球透明质酸龙头	6
1.1、 公司简介：基于透明质酸核心技术发展多元业务，行业地位突出	6
1.2、 运营模式：领先的研发与自主生产能力	9
1.3、 财务分析：业绩高成长、经营质量改善	10
1.4、 股权结构：股权集中，员工激励充分	12
2、 公司业务：以原料为核心，积极拓展医疗终端、功能性护肤品等成长领域	14
2.1、 业务一—透明质酸原料：技术领先+成本优势，行业龙头业绩快速增长	14
2.1.1、 业务概况：原料业务远销全球、对接下游三大应用领域	14
2.1.2、 行业背景：技术驱动、下游需求打开上游原料业务前景	16
2.1.3、 业务发展：快速增长，技术壁垒铸高毛利率	20
2.2、 业务二—医用终端产品：行业成长，差异化竞争、业绩快速增长	22
2.2.1、 业务概况：技术升级推出自主终端医疗品牌产品	22
2.2.2、 行业背景：发展前景广阔，本土品牌地位提升	23
2.2.3、 业务发展：医疗终端产品业务快速增长，毛利率提升	26
2.3、 业务三—功能性护肤品：行业景气、本土品牌地位提升，公司全渠道快速发展	27
2.3.1、 业务模式：品类不断丰富、全渠道发展	27
2.3.2、 行业背景：获益消费升级行业成长，本土品牌经历两次浪潮逐渐兴起	28
2.3.3、 业务发展：化妆品业务获益行业及渠道红利快速增长	30
3、 公司优势：技术领先，拓展成长性强的全产业链	31
3.1、 技术领先、龙头地位稳固，优先获益全球产业机遇	31
3.2、 推出自主终端品牌产品，成功打造全产业链业务矩阵	34
3.3、 锐意进取，外延拓展新技术、新产品，复制新增长点	35
4、 募投项目分析	36
4.1、 华熙生物研发中心提升改造项目	37
4.2、 华熙天津透明质酸钠及相关项目	37
4.3、 华熙生物生命健康产业园项目	38
5、 盈利预测与估值	39
5.1、 关键假设及盈利预测	39
5.2、 相对估值	41
5.3、 绝对估值	41
6、 风险提示	43

图表目录

图 1：透明质酸在人体内的分布	7
图 2：公司大事	7
图 3：2018 年全球透明质酸原料市场行业格局（按销量）	8
图 4：2018 年全球透明质酸原料分终端应用领域销量及华熙生物市占率	8
图 5：2018 年公司皮肤类医疗产品、骨科注射液产品市占率	9
图 6：2018 年公司护肤品业务与上市可比公司营收对比	9
图 7：公司营收及增速	11
图 8：公司净利及增速	11
图 9：公司分产品营收（百万元）	11
图 10：公司分产品营收同比增速	11
图 11：公司总体毛利率及不同产品毛利率（%）	11
图 12：公司总体毛利率及不同地区毛利率（%）	11
图 13：公司期间费用率（%）	12
图 14：公司三费率	12
图 15：公司存货周转率	12
图 16：公司应收账款周转率	12
图 17：公司股权结构（截止 2019 年 8 月 30 日）	13
图 18：2018 年公司不同应用领域透明质酸原料产品平均售价（万元/kg）	15
图 19：2018 年公司不同应用领域透明质酸原料产品毛利率	15
图 20：2018 年公司原料业务分直销、经销营收占比	15
图 21：2018 年原料业务按照下游应用领域营收占比	15
图 22：全球透明质酸生产技术与产业发展	16
图 23：2014 年全球透明质酸专利技术分国家占比	16
图 24：2014 年全球透明质酸核心专利技术分国家占比	16
图 25：透明质酸主要生产方法及应用领域	18
图 26：全球透明质酸原料市场销量（吨）	18
图 27：公司原料产品业务营收及同比增速	20
图 28：公司原料产品业务分应用领域营收同比增速	20
图 29：2016~2018 年公司原料产品业务分不同领域营收占比	21
图 30：公司原料产品业务毛利率	21
图 31：公司原料产品分终端应用领域的毛利率	21
图 32：2018 年公司原料业务毛利率与可比上市公司对比	22
图 33：我国医药行业市场规模及增速	23
图 34：中国医疗器械行业市场规模及增速	23
图 35：公司医疗终端产品营收及同比增速	26
图 36：公司医疗终端产品细分品类营收占比	26

图 37：公司医疗终端产品毛利率	26
图 38：公司医疗终端产品中皮肤类医疗产品、骨科注射液毛利率	26
图 39：2018 年公司医疗终端产品毛利率与可比上市公司对比	27
图 40：公司润百颜次抛保湿原液	27
图 41：公司润百颜故宫系列口红	27
图 42：2018 年公司功能性护肤品线上、线下营收占比	28
图 43：2018 年公司功能性护肤品线上、线下分营销模式营收占比	28
图 44：我国化妆品行业零售市场规模及同比增速	28
图 45：2009~2018 年我国化妆品市场品牌分来源地市占率（%）	29
图 46：2009、2018 年我国化妆品分品类、分定位本土公司合计市占率（%）	29
图 47：公司功能性护肤品业务营收及同比增速	31
图 48：公司功能性护肤品业务分线上、线下营收及同比增速	31
图 49：公司功能性护肤品毛利率	31
图 50：2018 年公司功能性护肤品业务与可比上市化妆品品牌商毛利率对比	31
图 51：公司透明质酸发酵产率同业对比（g/L）	32
图 52：公司透明质酸生产杂质同业对比（EU/mg）	32
图 53：公司分业务营收结构占比	35
图 54：公司分业务 2016~2018 年营收增速	35
表 1：透明质酸应用领域	6
表 2：华熙生物三大业务介绍	8
表 3：全球透明质酸产量及公司市占率	8
表 4：公司运营模式介绍	10
表 5：公司发行前后持股数及比例	13
表 6：公司透明质酸原料产品应用领域	14
表 7：不同用途原料对比	15
表 8：2014 年全球透明质酸专利技术前十大企业	17
表 9：全球透明质酸下游应用领域及全球发展情况	17
表 10：全球主要透明质酸生产企业	19
表 11：同业透明质酸原料生产价格对比	20
表 12：公司主要医疗终端产品	22
表 13：透明质酸医疗终端领域发展前景	23
表 14：我国 CFDA 批准用于骨科玻璃酸钠注射液生产企业	24
表 15：我国 CFDA 批准用于眼科玻璃酸钠和玻璃酸钠注射液生产企业	24
表 16：我国主要透明质酸钠凝胶类产品获批时间	25
表 17：2018 年我国化妆品行业前十大企业及其市占率	29
表 18：阿里全网护肤品行业前十大品牌销售额及在阿里全网护肤品行业市占率	30
表 19：阿里全网彩妆行业前十大品牌销售额及在阿里全网彩妆行业市占率	30

表 20：公司拥有四大自主研发的核心技术.....	33
表 21：法国 Revitacare 核心管理层基础奖励业绩目标	36
表 22：法国 Revitacare 核心管理层基础奖励	36
表 23：法国 Revitacare 核心管理层额外奖励业绩目标	36
表 24：法国 Revitacare 核心管理层合计业绩奖励（单位：万欧元）	36
表 25：预计募集资金使用计划	37
表 26：研究方向概述.....	37
表 27：华熙天津透明质酸钠及相关项目新增产能.....	38
表 28：华熙生物生命健康产业园项目新增产能	38
表 29：盈利预测（营收/净利单位：百万元）	39
表 30：可比上市公司估值表.....	41

1、公司概况：全球透明质酸龙头

1.1、公司简介：基于透明质酸核心技术发展多元业务，行业地位突出

公司为以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，建立了从原料（透明质酸原料及其他生物活性物质）到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系，服务全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户，建立了符合行业规范的全面质量管理体系，通过ISO9001质量管理体系等。公司2018年透明质酸产能近180吨，透明质酸产业化规模位居国际前列。

透明质酸是存在于人体及动物组织中的一种天然直链多糖，作为细胞外基质的主要成分。其具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等，在医疗（骨科、眼科、普外科、泌尿外科、胃肠科、耳鼻咽喉科、口腔科、整形外科、皮肤科等）、化妆品及功能性食品领域中应用广泛。

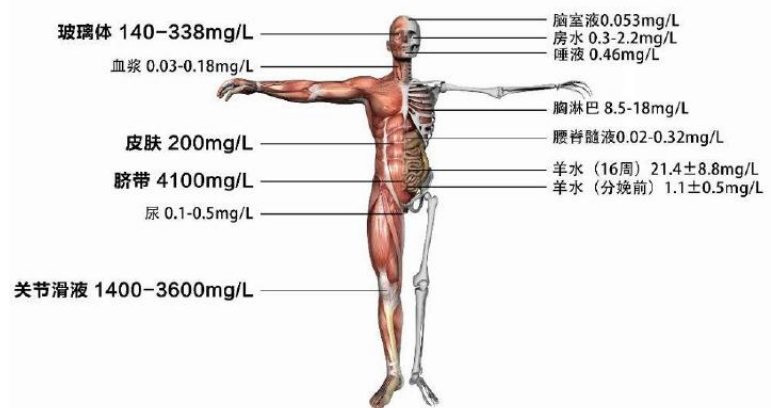
表 1：透明质酸应用领域

应用领域	应用作用	
医药和临床诊治中的应用	黏弹性手术	透明质酸应用于眼科手术时，可起到支撑前房、保护眼部组织、维持手术操作空间的作用。另外，透明质酸也应用于关节内窥镜手术、耳外科手术和内窥镜下黏膜切除术等。
	黏弹性补充疗法	在病理状态下用透明质酸溶液来补充或替代关节滑液，减轻疼痛并促进关节内损伤的愈合。
	黏弹性填充	用透明质酸凝胶来填充并扩张皮肤、括约肌、声带和咽部结缔组织等，以改善填充部位的缺陷。
	黏弹性阻隔	用透明质酸将相邻组织隔离以防止术后粘连的发生，减少疤痕的形成。
	黏弹性防护	用透明质酸溶液来保护组织表面，使其免受脱水和有害物质的损伤，并促进表面创伤的愈合。
	药物载体	透明质酸材料作为药物载体时，可以是微粒或凝胶形式，由透明质酸、透明质酸衍生物或透明质酸与其它高聚物的结合物制成。
化妆品中的应用	保水性	透明质酸的保水作用是其最重要的生理功能之一，其理论保水值高达 500 ml/g 以上。与其他常用保湿剂相比，透明质酸受环境湿度影响较小，在低相对湿度（33%）下的吸湿量高，在高相对湿度（75%）下吸湿量低。
	皮肤屏障	透明质酸可同时减少紫外线透射，并通过促进表皮细胞增殖分化和清除氧自由基，修护紫外线所致的皮肤损伤，达到双重保护。 皮肤轻度烧伤时，表面涂抹含透明质酸水剂化妆品可减轻疼痛，加速受伤部位愈合。
食品中的应用	<p>研究显示，口服透明质酸具有补水、改善关节功能和骨质疏松、修复胃黏膜损伤、促进创伤愈合、改善心血管系统、改善软骨病症状、提高人体免疫力、促血管生成等功效。</p> <p>2008年5月，国家卫生部按照《新资源食品管理办法》的规定发布相关公告，批准透明质酸钠作为新资源食品用作保健食品原料，仅能用于保健食品。</p>	

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

据公司招股书，透明质酸在人体中主要分布于眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部位，在胚胎时期含量最高，随着年龄的增长体内含量逐渐减少（如果把20岁人体内透明质酸相对含量定为100%，则30、50、60岁时分别下降为65%、45%、25%），皮肤老化、关节退化、动脉硬化、眼老化等症状均与体内透明质酸含量逐渐减少密切相关。

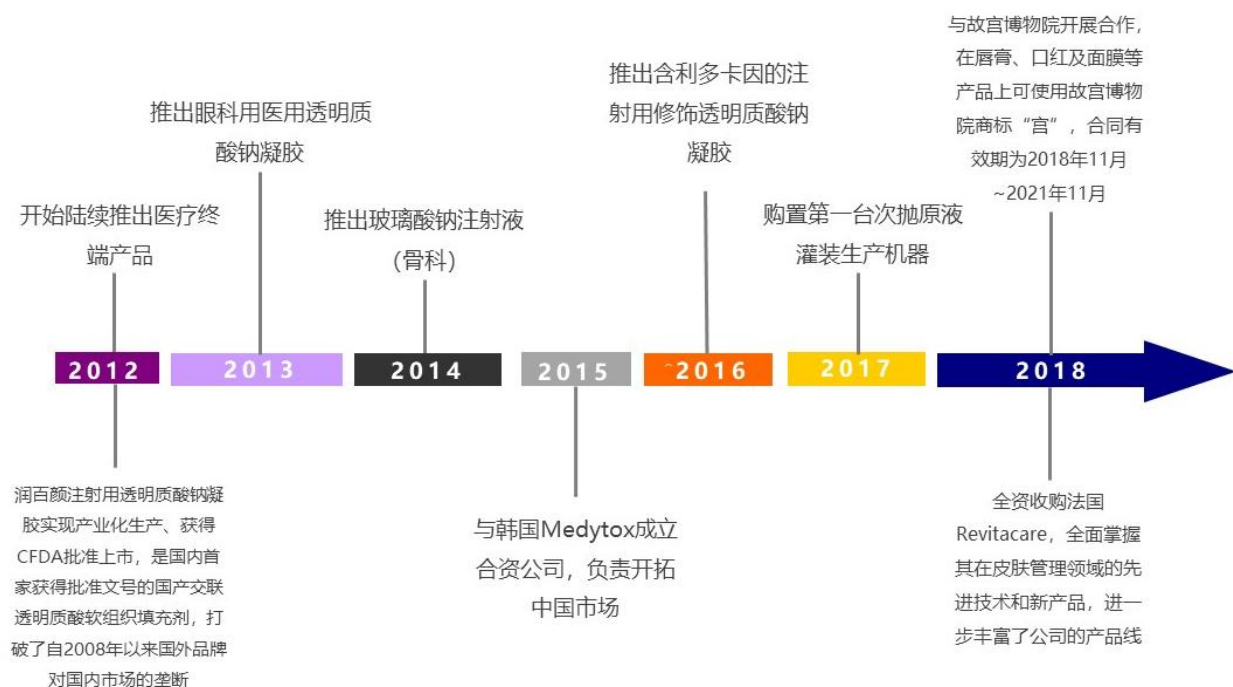
图 1：透明质酸在人体内的分布



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

2001 年山东生物药物研究院以 45 万元人民币转让微生物发酵生产透明质酸技术予公司，公司自此开始生产透明质酸，以生产化妆品级、滴眼液级原料为主，此后公司不断取得技术突破，原料业务拓展至医药级、食品级原料等，2012 年开始陆续推出医疗终端产品（2012、2013、2014 年先后推出润百颜注射用透明质酸钠凝胶、眼科用透明质酸钠凝胶、骨科用透明质酸钠注射液等），2014 年实现润百颜次抛原液生产再次拓展业务、进入功能性护肤品领域。

图 2：公司大事



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所整理

截止目前公司已形成三大业务，分别为透明质酸等原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品，2018 年营收规模分别为 6.51 亿元、3.13 亿元、2.90 亿元，占总营收比重分别为 51.70%、24.82%、23.04%。

表 2：华熙生物三大业务介绍

项目	业务介绍	产品毛利率	2018 年营收 (亿元)	2018 年营收占比	产能
原料产品	公司原料产品出口至美国、欧盟、日本等 40 余个国家和地区，应用于药品、医疗器械、化妆品及功能性食品，不同应用领域对原料的质量要求不同、对应的售价也不同，医药级质量要求较高、售价较高、盈利能力强，而食品级质量要求较低、售价较低、盈利能力较弱。	76.16%	6.51	51.70%	200 吨
医疗终端产品	骨科注射液（纳入医保，自主品牌“海力达”）、眼科黏弹剂（自主品牌“海视健”）、软组织填充剂（自主品牌“润百颜”、“润致”及收购的法国子公司 Revitacare 旗下的 Cytocare）等（尚未在国内销售）。	85.49%	3.13	24.82%	针剂类产品 400 万支
功能性护肤品	公司旗下拥有“润百颜”、“BIO-MESO”、“丝丽 (CYTOCARE)”（已在国内销售）、米蓓尔 (MEDREPAIR)、“润月雅 (PLUMOON)”、“夸迪 (QUADHA)”、“德玛润”等多个品牌，产品种类包括次抛原液、膏霜水乳、面膜、手膜、喷雾等。	83.68%	2.9	23.04%	次抛原液 4000 支

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

公司是全球最大的透明质酸生产及销售企业，据 Frost & Sullivan，2018 年全球透明质酸原料销量达 500 吨，按销售口径测算，华熙生物全球市占率接近 36%，为全球最大的透明质酸生产商（按销量）。

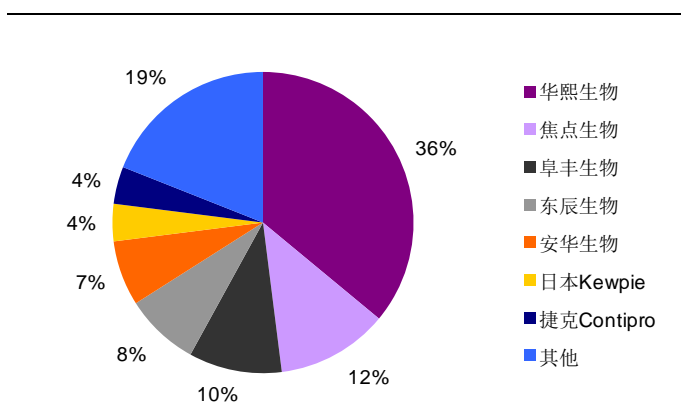
进一步按照原料终端应用领域分，2018 年全球医药、化妆品、食品级透明质酸原料销量分别为 20 吨、250 吨、230 吨，公司市占率分别为 38.59%、43.49%、25.51%。

表 3：全球透明质酸产量及公司市占率

透明质酸原料	2018 年全球销量 (吨)	华熙生物市占率
医药级	20	38.59%
化妆品级	250	43.49%
食品级	230	25.51%
合计	500	36%

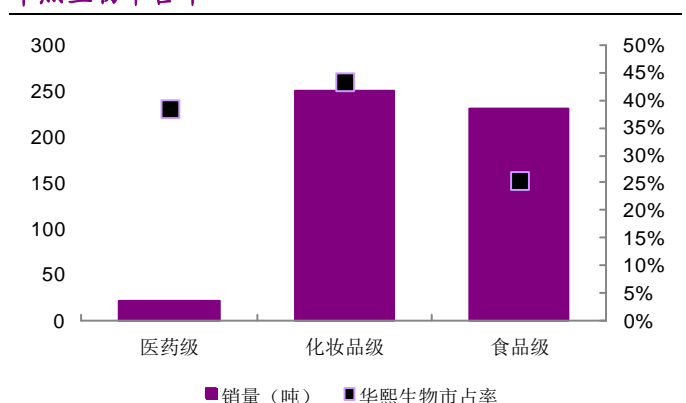
资料来源：Frost & Sullivan、光大证券研究所

图 3：2018 年全球透明质酸原料市场行业格局（按销量）



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 4：2018 年全球透明质酸原料分终端应用领域销量及华熙生物市占率

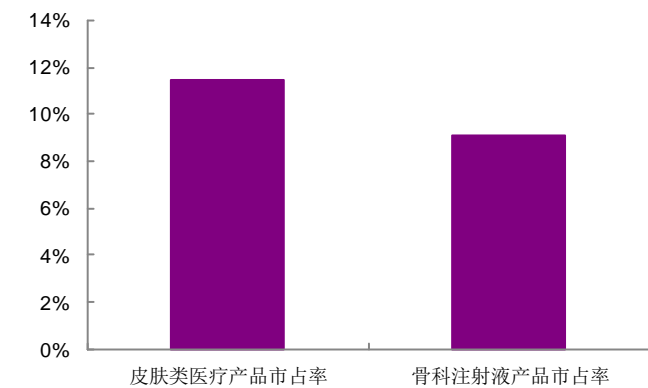


资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

公司 2012 年陆续推出医疗终端产品，目前皮肤类、骨科类产品已具有一定的规模。据 Frost & Sullivan，公司皮肤类医疗产品、骨科注射液产品 2018 年在国内对应行业的市占率分别为 11.5%、9.1%。

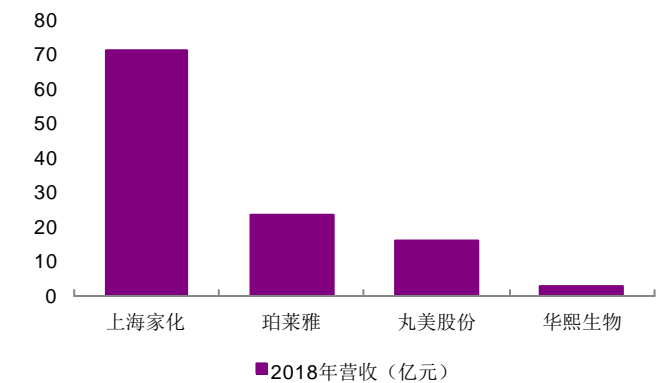
在护肤品领域，公司已初具一定规模，但与专业护肤品品牌商相比仍有一定差距。2018年公司功能性护肤品营收规模为2.9亿元，同业上海家化、珀莱雅、丸美股份等营收规模分别为71.38亿元、23.61亿元、15.76亿元，未来公司护肤品业务仍有较大成长空间。

图 5：2018 年公司皮肤类医疗产品、骨科注射液产品市占率



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 6：2018 年公司护肤品业务与上市可比公司营收对比



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

1.2、运营模式：领先的研发与自主生产能力

作为全球透明质酸行业领军企业，公司在研发及自主生产方面具有领先优势。

研发：公司有微生物发酵、交联两大科技平台，并拥有四项核心技术。开发的透明质酸产品近 200 种、申请专利 95 项。近年研发费用率持续提升。

生产：公司采取自产为主、外协生产为辅，以销定产的生产方式。

产品与定价：2018 年度，公司原料业务中注射级、滴眼液级原料的平均销售价格分别为 11.38 万元/kg 和 1.88 万元/kg，产品毛利率水平分别为 91.03% 和 87.28%。化妆品级原料的平均销售价格为 0.24 万元/kg，产品毛利率水平为 74.63%。食品级原料的平均销售价格为 0.13 万元/kg，产品毛利率水平为 53.44%。

公司医疗终端产品中修饰用的注射液加价倍率在 30 倍左右；功能性护肤品中次抛原液、面膜等加价倍率在 14 倍、2 倍。

表 4：公司运营模式介绍

项目	运营模式介绍
采购模式	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 采购的主要原材料包括蛋白胨、酵母粉、葡萄糖、酒精、预灌封注射器及包装材料等。 ✓ 公司生产生物发酵类原料产品所需的菌株均由公司自主传代及保存，无需对外采购。 ✓ 公司医疗终端产品和功能性护肤品的原材料中的透明质酸、透明质酸衍生物以及氨基丁酸、依克多因等生物活性物质为公司自产品。 ✓ 医疗终端产品的其他原材料如针管、助推杆、针头等以及功能性护肤品的其他原材料如戊二醇、口红管、包装盒等均为外购产品。
生产模式	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 主要产品均由公司自主生产，少量护肤品因短期产能不足或未建设相关生产线，由第三方外协生产；法国子公司 Revitacare 产品均采用外协加工。 ✓ 公司自主生产采用以销定产的模式；外协加工产品主要包括故宫口红、面膜、精华液、肌底液、唇膏、喷雾、部分次抛原液等产品。 ✓ 2016~2018 年透明质酸原料的自有产能为 200 吨，产能利用率分别为 59.87%、66.39%、87.75%；医疗针剂产品的产能为 300、300、400 万只，产能利用率分别为 62.76%、51.48%、94.78%；2017 年建立次抛原液生产线，2017~2018 的产能为 1900、4000 万只，产能利用率分别为 69.86%、80.43%。
研发模式	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司坚持研发创新，加大科研人员的引进力度，2016~2018 年研发费用分别为 2396、2572、5287 万元，研发费用率分别为 3.27%、3.14%、4.19%。
销售方式	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 原料产品：销售对象为医药、化妆品、食品等行业制造商；国内市场以直销为主、经销为辅；国外市场采用经销模式。此外公司还有极少部分原料通过线上直接销售给实验室、高校等研发机构。目前公司原料客户遍布中国、美日韩欧等 40 余个国家和地区。 ✓ 医疗终端产品：以经销为主（经销商买断），直销占比相对较小，全部采用线下销售。2014 年公司建设完成“华熙生物防伪溯源管理平台”，实现详细记录各类医疗产品的销售发运记录，通过编制医疗产品追溯码保证医院和患者能够实现逆向追溯。 ✓ 功能性护肤品：以直销为主、经销为辅；线下经销与直销相结合，线上、线下定价策略不同，且线上占比比较高，线上采用直销与经销相结合的方式（且直营占比较高），电商平台有相对线下的特定规格产品，其中天猫、淘宝、小红书等平台采用直销模式，京东等平台采用经销模式。 ✓ 信用政策：1) 经销：公司对行业内规模大、知名度高、长期稳定合作的经销商给予 3 个月账期，初次合作、采购量较小的经销商现款现结；2) 直销：通常月度结算或交货后 60 至 90 天内付款。
境外业务	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 目前已经建立在中国香港地区、美国、法国的多家子公司并在日本设立分支机构，负责拓展海外业务。其中，收购的法国子公司 Revitacare 主打的 Cytocare 品牌皮肤修护类产品成为公司境外的主要医疗终端产品。 ✓ 2018 年公司原料及医疗终端产品和功能性护肤品销往海外 60 余个国家和地区，销售额约占公司总收入的 25%。

资料来源：公司公告、光大证券研究所

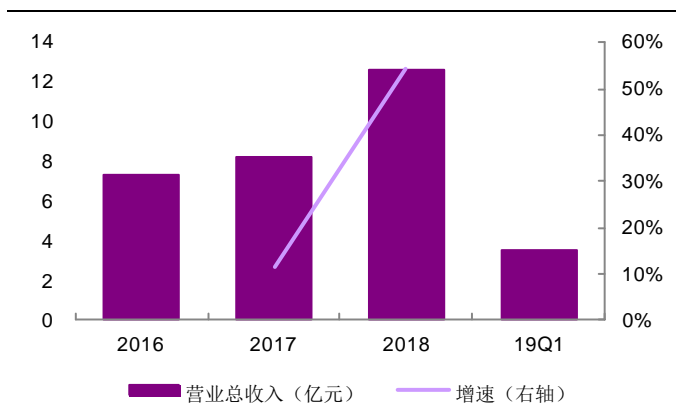
1.3、财务分析：业绩高成长、经营质量改善

公司业绩保持快速增长，2016~2018 年营收、净利年均复合增速分别为 31.26%、25.43%。近年营收及净利提速增长，主要为公司原料产品业务保持快速增长、医疗终端产品及功能性护肤品业务高速增长、逐步放量。

2018 年公司营收及净利规模分别为 12.63 亿元、4.24 亿元，分别同比增 54.40%、90.99%，其中原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品等业务营收占比分别为 51.70%、24.82%、23.04%。

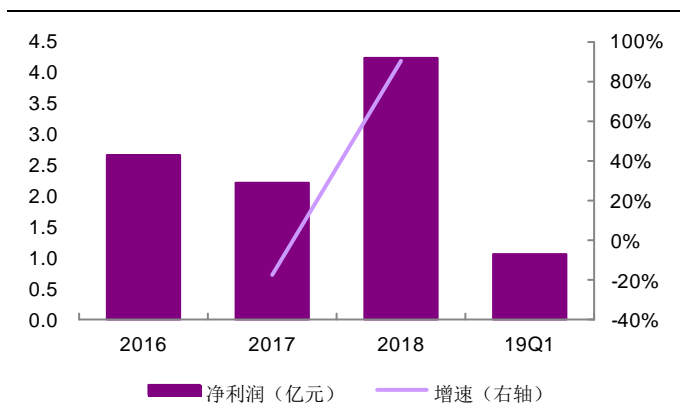
净利增速高于收入主要为毛利率升、费用率降。

图 7：公司营收及增速



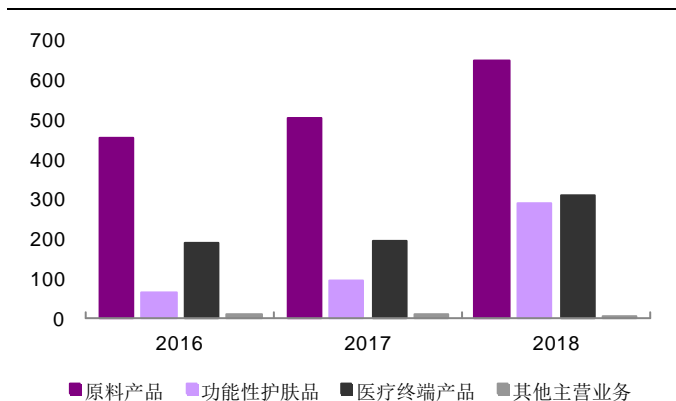
资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 8：公司净利及增速



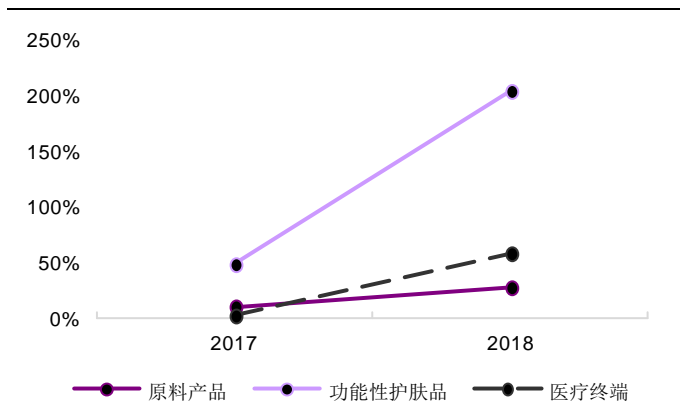
资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 9：公司分产品营收（百万元）



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 10：公司分产品营收同比增速

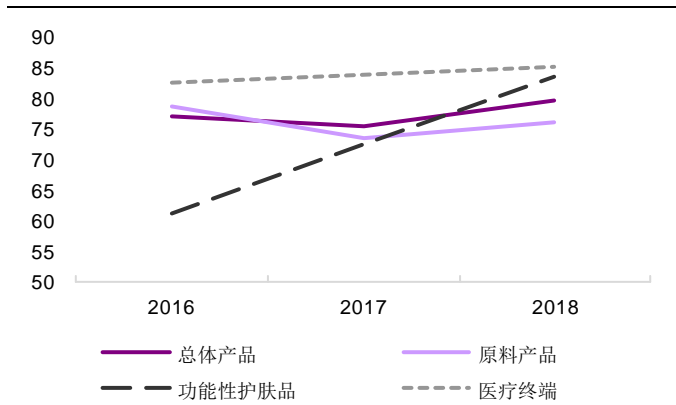


资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

公司毛利率近年呈现上升趋势，主要为毛利率较高的医疗终端产品及功能性护肤品收入占比提升。

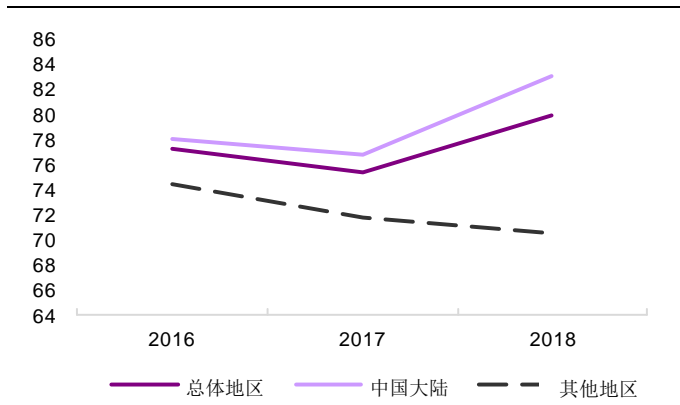
分产品来看，公司原料产品毛利率总体保持稳定；医疗终端产品毛利率呈现上升趋势主要为骨科业务直销占比提升以及出货量增长、生产成本降低；功能性护肤品毛利率呈现上升趋势主要为公司次抛原液产品获得市场认可，销量提升、生产成本下降以及线上直销占比提升。

图 11：公司总体毛利率及不同产品毛利率 (%)



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

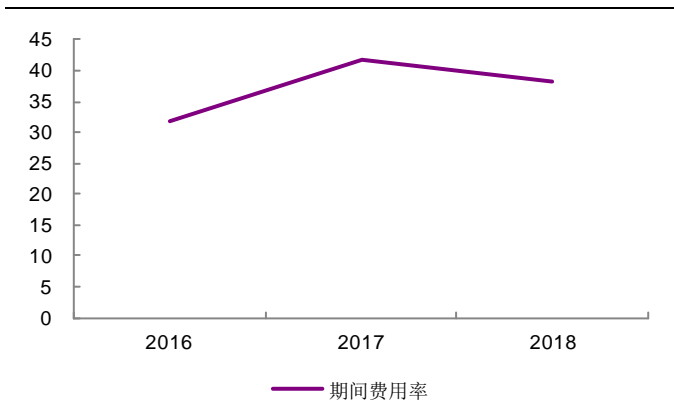
图 12：公司总体毛利率及不同地区毛利率 (%)



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

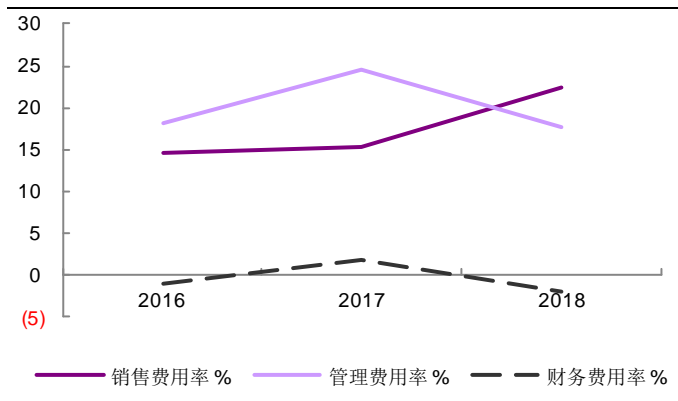
公司期间费用率近年出现波动，具体来看，销售费用率总体呈现上升趋势，主要为公司近年加大医疗终端产品及功能性护肤品的销售及营销费用支出等，管理费用率 2017 年提升主要为收购 Revitacare 相关管理和核心技术人员工资及业绩奖励增多以及开曼华熙私有化（从港股退市）授予高管期权一次性加速行权致股份支付费用增多、2018 年管理费用率调整下降。

图 13：公司期间费用率（%）



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 14：公司三费率

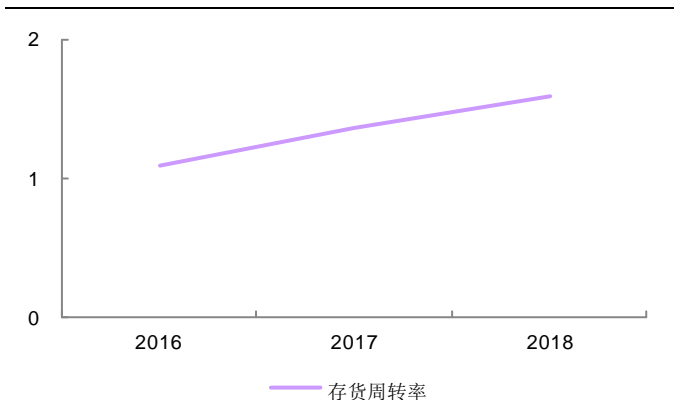


资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

公司应收账款周转率近年持续提升主要为实行严格的销售管理政策，除对部分规模较大、合作时间较长、信用情况良好的客户给予一定的信用期外，对其他客户基本采用现付现结或先款后货的方式。

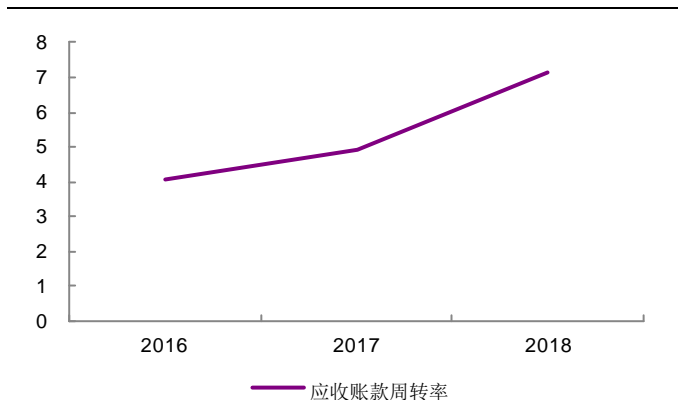
存货周转近年提升，主要为存货管理效率提升。

图 15：公司存货周转率



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 16：公司应收账款周转率



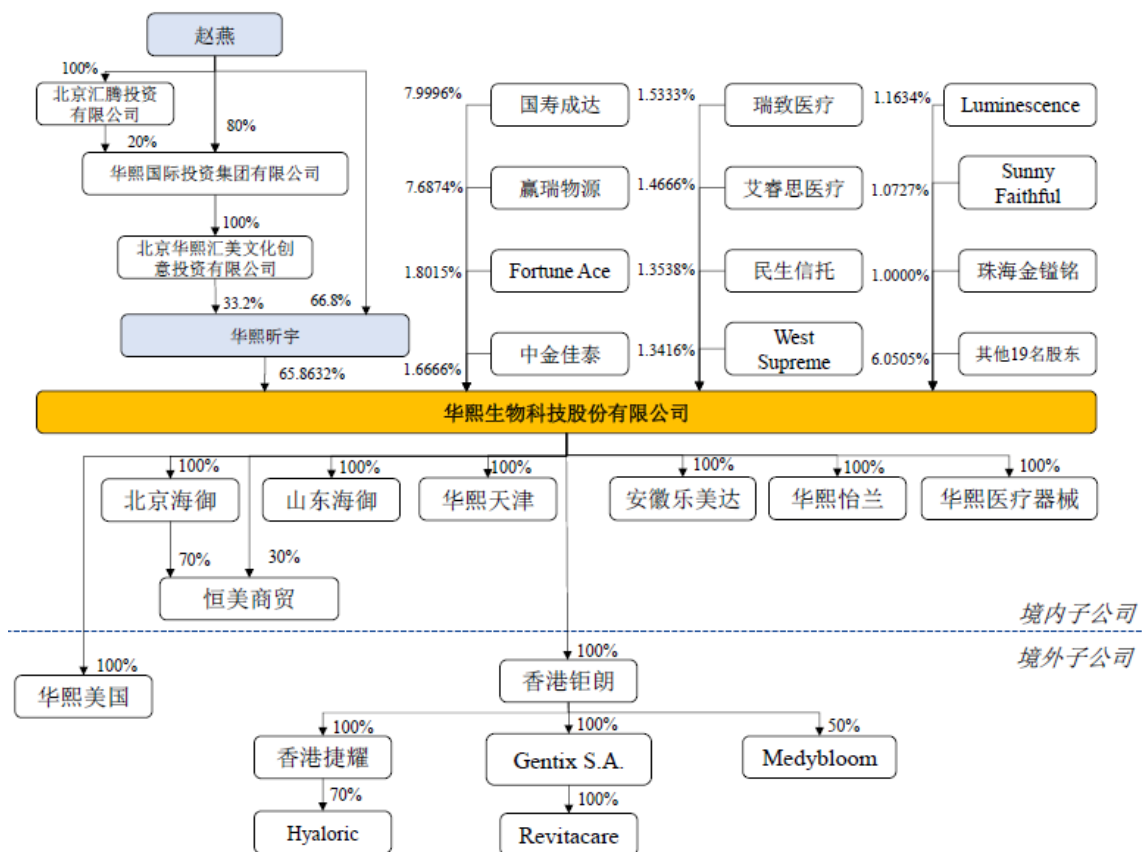
资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

1.4、股权结构：股权集中，员工激励充分

公司由前身山东福瑞达有限（2012 年更名为华熙福瑞达）2019 年整体变更而来，山东福瑞达 2000 年成立、为中外合资企业。

华熙昕宇直接持有公司 65.86% 的股份，为公司第一大股东、控股股东。公司实际控制人为赵燕，其通过华熙昕宇实现对公司的控制。天津文徽为公司员工的持股平台、间接持有公司股份 0.3075%。

图 17：公司股权结构（截止 2019 年 8 月 30 日）



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

本次发行总股数为 4956 万股，占发行后总股本 10%。

表 5：公司发行前后持股数及比例

股东	持股数 (万股)	发行前持股比例	发行后持股比例
华熙昕宇	28350	65.86 %	59.06%
国寿成达	3443	8.00%	7.17%
赢瑞物源	3309	7.69%	6.89%
Fortune Ace	775	1.80%	1.62%
中金佳泰	717	1.67%	1.49%
瑞致医疗 (现已更名为华杰医疗)	660	1.53%	1.37%
艾睿思医疗	631	1.47%	1.32%
民生信托	583	1.35%	1.21%
West Supreme	577	1.34%	1.20%
Luminescence	501	1.16%	1.04%
Sunny Faithful	462	1.07%	0.96%
珠海金镓铭	430	1.00%	0.90%
安岱汇智	287	0.67%	0.60%
其他股东	2317	5.38%	4.83%
公开发行	4956	-	10.33%
总股本 (万股)	48000	-	-

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

2、公司业务:以原料为核心,积极拓展医疗终端、功能性护肤品等成长领域

2.1、业务一—透明质酸原料:技术领先+成本优势,行业龙头业绩快速增长

2.1.1、业务概况:原料业务远销全球、对接下游三大应用领域

公司依托生物发酵技术平台,拥有以透明质酸为核心的一系列活性产品,其中主产品透明质酸产品包括医药级、外用级和食品级三大品类、近 200 个规格,广泛应用于药品、医疗器械及化妆品、食品等领域。

公司在第一大生物活性产品透明质酸基础上,还继续开发其他生物活产品,如 γ -氨基丁酸、聚谷氨酸、依克多因、小核菌胶水凝胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液等。

表 6: 公司透明质酸原料产品应用领域

产品分类	产品名称	产品应用	所应用的核心技术
医药领域			
医药外用级	Hyature 玻璃酸钠	滴眼液、隐形眼镜护理液,外用药物,口服制剂等	微生物发酵技术
注射级	Hyature 玻璃酸钠	眼科黏弹剂,软组织填充剂,防黏连剂,膝关节炎,骨关节炎和肩周炎改善用药等	
医疗器械级	Hyature 玻璃酸钠	伤口愈合外用制剂,腔道润滑剂,药物载体等;眼科黏弹剂,软组织填充剂,防黏连制剂等膜制剂等	
化妆品领域			
透明质酸钠原料	Hybloom 透明质酸钠,高分子/低分子/寡聚/酶切寡聚透明质酸钠,透明质酸钠 1%溶液	天然保湿因子,优良的润滑性和成膜性;增稠和稳定乳化作用;水合角质层,营养肌肤;防晒及晒后修护;用于护肤、发用、彩妆、清洁等产品	微生物发酵技术
	纳诺 HA 酶切寡聚透明质酸钠	透皮吸收,深层保湿,修护受损细胞,抗氧化,抗衰老;用于护肤产品	生物酶切技术
透明质酸钠衍生物	Hyacolor 油分散透明质酸钠	天然呵护,保湿滋润,改善粗糙,丰唇,修护;用于彩妆产品	透明质酸钠微粉化和悬浮分散技术
	cationHA 高亲和性透明质酸钠	高亲和性,耐冲洗,渗透修护,增强头发屏障功能,降低表面活性剂的刺激,良好的相容性;用户洗护产品	透明质酸钠与阳离子络合反应技术
	Hymagic-AcHA 乙酰化透明质酸钠	高吸肤性,双倍保湿力,修护皮肤屏障,增加皮肤弹性;用于护肤产品	透明质酸乙酰化修饰技术
	Hyacross 透明质酸弹性体	隐形防护,抵御紫外线,隔离污染物,长效保湿,增加皮肤弹性,减少皮肤粗糙度;用于护肤产品	交联技术
	熙敏修超活透明质酸	透皮吸收,抑制炎症因子释放,修护皮肤屏障;用于护肤产品	生物酶切技术
食品领域			
-	HAPLEX 透明质酸钠	改善皮肤水份,增加骨密度,抗氧化,对胃黏膜损伤有辅助保护作用;用于胶囊、片剂、冲剂、口服液等保健食品或饮料、糖果等普通食品	微生物发酵技术

资料来源:公司招股说明书、光大证券研究所

公司原料产品目标市场为医药、化妆品、食品等行业的制造商，客户遍布中国、美国、日本、韩国、欧洲等 40 余个国家和地区，18 年境外营收占总收入比重 24.92%。

销售模式方面，在国内以直接销售为主，经销商销售为辅，在境外采用经销商销售的模式。

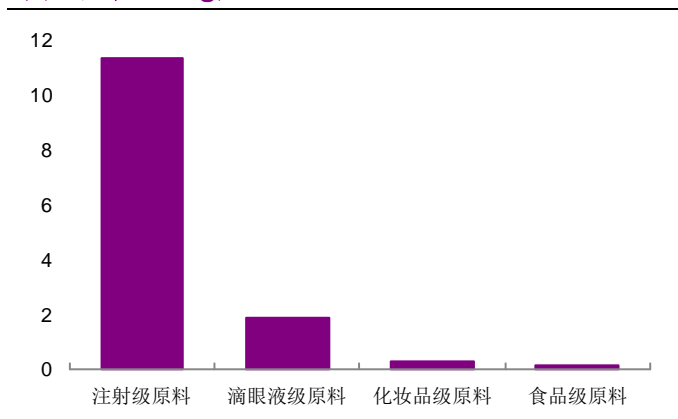
透明质酸原料产品根据应用领域不同，划分为不同级别，根据法规和应用的的不同，对原料有不同的质量要求。2018 年公司注射级、滴眼液级、化妆品级、食品级原料产品平均售价为 11.38、1.88、0.24、0.13 万元/kg，产品毛利率分别为 91.03%、87.28%、74.63%、53.44%。

表 7：不同用途原料对比

原料产品类别	售价	盈利能力	性能	公司产品质量	
				透明质酸钠含量	杂质水平
医药级	高	强	黏弹性、润滑性	95~105%	内毒素<0.5IU/mg (滴眼液级) 内毒素<0.5IU/mg (注射级)
化妆品级	中等偏高	中	保湿性、成膜性 生物活性	>=95%	无内毒素控制； 蛋白质<=0.05%
食品级	低	低	溶解性、堆积密度	>=91%	无内毒素、无蛋白质控制

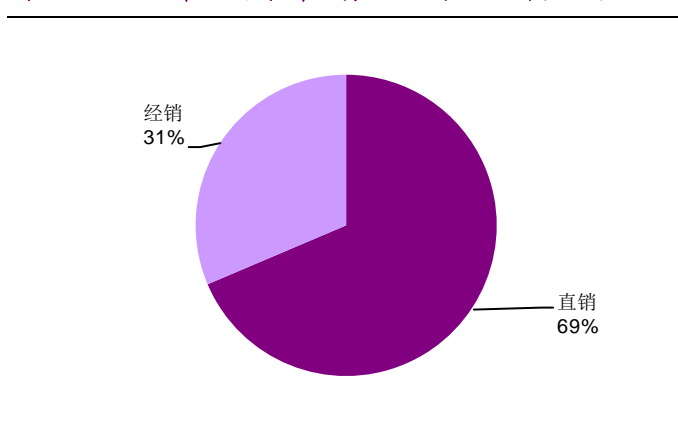
资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 18：2018 年公司不同应用领域透明质酸原料产品平均售价 (万元/kg)



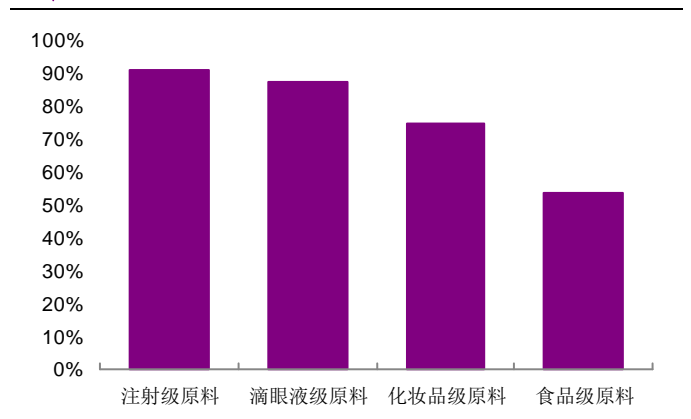
资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 20：2018 年公司原料业务分直销、经销营收占比



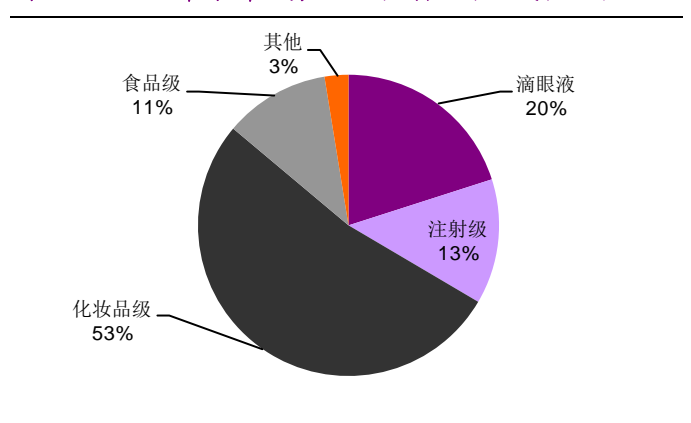
资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 19：2018 年公司不同应用领域透明质酸原料产品毛利率



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 21：2018 年原料业务按照下游应用领域营收占比



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

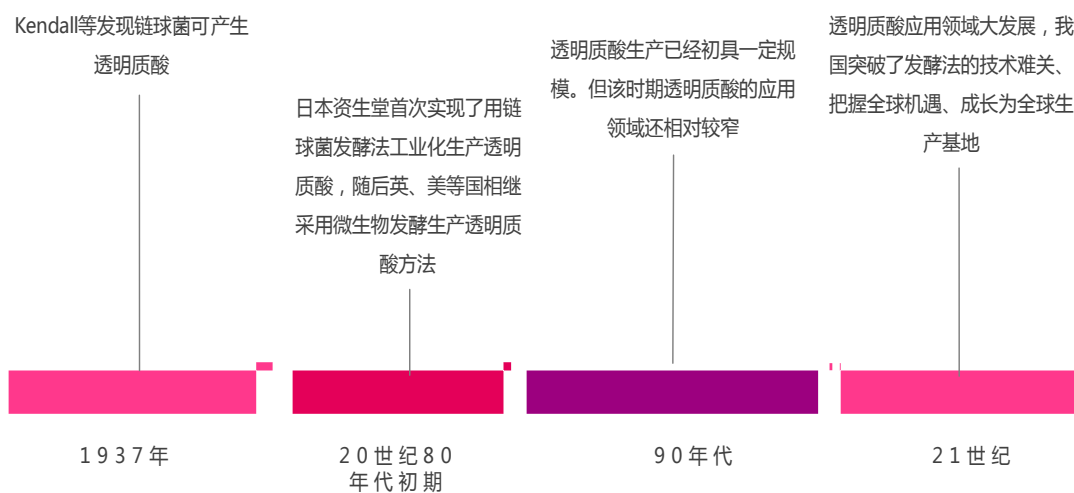
2.1.2、行业背景：技术驱动、下游需求打开上游原料业务前景

➤ 行业特性：技术进步充分挖掘透明质酸应用潜力

透明质酸的产业发展紧密的与其技术进步结合在一起，技术的进步能提高产率、降低生产成本及杂质水平、实现分子量大小的控制等，同时也进一步扩大了其下游的应用范围。

早期透明质酸生产主要采用提取法、生产成本高、产率低，80年代发酵法被发明、但直至90年代透明质酸的应用领域仍相对较窄，全球透明质酸工业化生产仍待开发。进入2000年，随着透明质酸下游应用领域逐步拓展，全球透明质酸生产进入蓬勃发展，我国在技术实现突破的支撑下，利用成本优势，把握全球产业机遇、逐步成长为全球透明质酸生产基地。

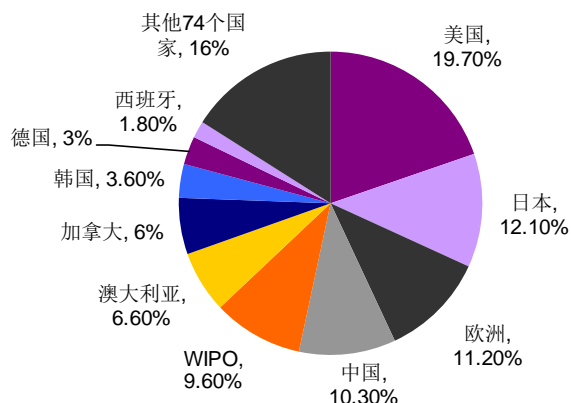
图 22：全球透明质酸生产技术与产业发展



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所搜集整理

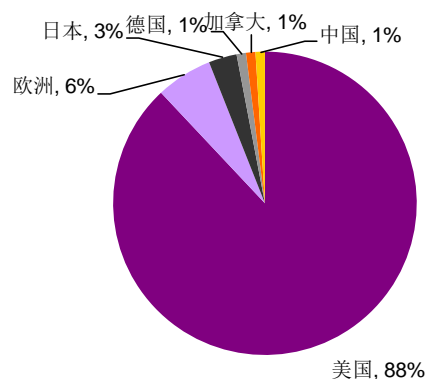
在透明质酸专利技术方面，我国为数量第四大的国家，排名次于美国、日本、欧洲等国家/地区，但在核心专利方面实力仍较弱，全球透明质酸核心专利技术主要集中于美国。

图 23：2014 年全球透明质酸专利技术分国家占比



资料来源：《中国新药杂志》2015年14期-《基于专利数据的全球透明质酸技术竞争态势研究》作者姜宁朋等、光大证券研究所

图 24：2014 年全球透明质酸核心专利技术分国家占比



资料来源：《中国新药杂志》2015年14期-《基于专利数据的全球透明质酸技术竞争态势研究》作者姜宁朋等、光大证券研究所

我国透明质酸核心专利技术与美、日等国家仍有差距主要在于后者在透明质酸应用领域研究更深更广。以全球透明质酸专利高产前十大企业为例，多为美国、日本企业，其中美企多为药企，日企多为日化企业，更多专注于透明质酸应用领域。

表 8：2014 年全球透明质酸专利技术前十大企业

排名	机构名称	数量/件	国家
1	强生	215	美国
2	资生堂	215	日本
3	美敦力	169	美国
4	生化学工业株式会社	166	日本
5	雅培	148	美国
6	艾尔建	138	美国
7	欧莱雅	115	法国
8	诺华公司	97	瑞士
9	赛诺菲安万特	84	美国
10	电气化学工业贸易有限公司	85	日本

资料来源：《中国新药杂志》2015 年 14 期-《基于专利数据的全球透明质酸技术竞争态势研究》作者姜宁朋等、光大证券研究所

➤ **行业现状：下游应用潜能挖掘，全球原料市场快速增长**

据 Frost & Sullivan, 2018 年全球透明质酸原料销量达到 500 吨, 2014-2018 年复合增速为 22.8%, 预计未来五年将保持 18.1% 的高复合增长率, 至 2023 年销量可增长至 1150 吨。

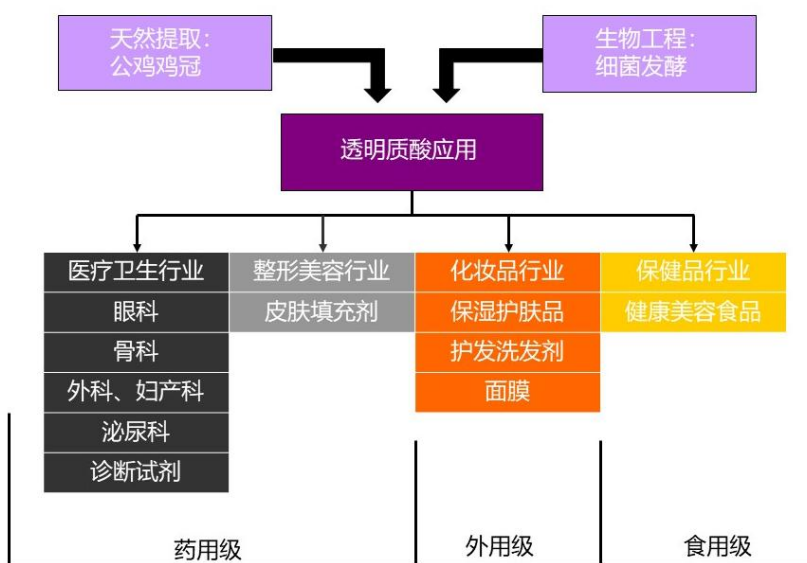
透明质酸终端用途主要应用于医药、化妆品、食品等领域。

表 9：全球透明质酸下游应用领域及全球发展情况

应用领域	发展情况
医药级	<p>美欧日等发达国家占主导、但市场规模增速在放缓，亚洲等新兴市场受益当地较高的经济增速、人口数量的增长、政府投入的增加、发达国家原研药物专利到期等有利因素，有望迎来良好的发展机遇，保持较高增速。</p> <p>全球医美事业快速发展，软组织填充剂等微整形由于创口小、恢复及见效快等优点而广受欢迎，交联透明质酸材料由于其出色的生物相容性和填充效果、一直是应用最多的软组织填充剂，并正逐步取代胶原蛋白等其他填充剂成为当前主流的填充材料。据 ISAPS, 2017 年全球共进行整形注射类治疗项目 857.22 万例，其中透明质酸注射项目 329.83 万次，占整体注射类项目 38.48%。在全球所有的注射类美容中玻尿酸仅仅排于肉毒素之后。</p>
化妆品	<p>透明质酸优异的保湿性受国际化妆品的广泛关注，成为日本、欧洲、美国等国家或地区高档化妆品的必要保湿剂，添加至高档面霜、乳液、化妆水、美容液、口红、粉底等，以达到增湿、保湿、抗衰老和抗皱、消炎等功效。</p>
食品级	<p>美国、英国、加拿大、日本、韩国等发达国家批准将透明质酸作为食品添加剂、用于食品制造，主要添加于保健食品（如美容口服液、营养补充剂及关节改善剂等）及普通食品（如饮料、酸奶、口香糖、果酱、沙拉酱、蜂蜜、面条等）。</p> <p>在我国，透明质酸获批作为保健食品原料，而作为食品原料应用的时间较短、上市的透明质酸食品种类较少。</p>

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所搜集整理

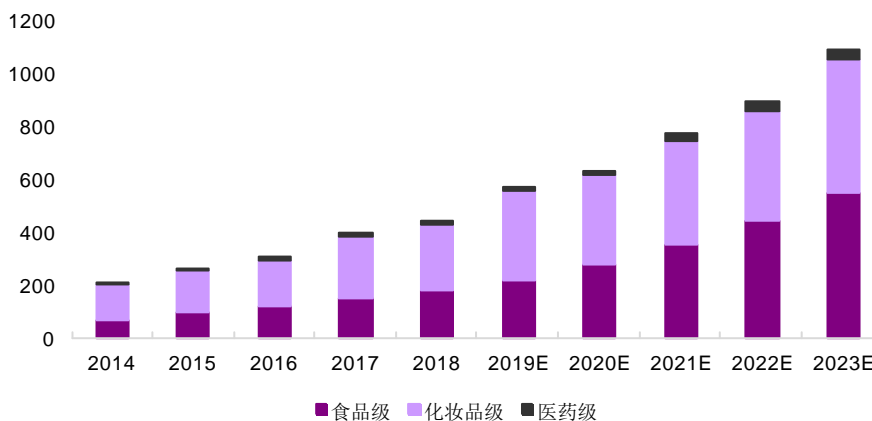
图 25：透明质酸主要生产方法及应用领域



资料来源：光大证券研究所搜集整理

据 Frost & Sullivan，2018 年全球医药级、化妆品级及食品级透明质酸原料的销量分别为 20 吨、250 吨、230 吨，2014~2018 年复合增速为 22.10%、18.0%、29.40%，预计未来五年复合增长率分别为 15.56%、12.70%、23.26%，至 2023 年销量分别增长至 41.20 吨、454.50 吨、654.30 吨。

图 26：全球透明质酸原料市场销量（吨）



资料来源：公司招股说明书、Frost & Sullivan、光大证券研究所
注：2019~2023 年数据为 Frost&Sullivan 预测。

➤ 行业格局：技术领先+成本优势，我国透明质酸产量领跑全球

目前中国是全球最大的透明质酸原料生产销售国，2018 年中国透明质酸原料的总销量占全球总销量的 86%。全球透明质酸原料销量排名前五的企业均为中国企业，其中华熙生物是世界最大的透明质酸生产及销售企业，2018 年销量占全球比例约为 36.0%。其余四大企业分别为焦点生物、阜丰生物、东辰生物、安华生物。我国透明质酸出口目的国主要为美国、德国、韩国和日本，2018 年前十大出口目的国合计份额为 86.5%。

海外生产透明质酸的企业有日本 Kewpie、捷克 Contipro、法国 Soliance、韩国 Bioland、德国 Evonik、日本资生堂等，还有专注于医药级透明质酸原料生产的法国 HTL、美国 Lifecore 等公司。

表 10：全球主要透明质酸生产企业

公司名称	国家	简要情况
资生堂	日本	资生堂是成立于 1927 年的日本上市公司，是最早开展发酵法生产透明质酸研究的公司之一，也是最早实现透明质酸原料产业化生产的公司之一，目前仍保持有一定产能的透明质酸原料生产业务。同时，资生堂也是全球知名的高端化妆品企业，其产品涵盖护肤系列、彩妆系列、男士系列、洗护系列等，主要品牌包括“资生堂”、“肌肤之钥”等。
Contipro Inc.	捷克	Contipro 是一家成立于 1990 年的捷克公司，目前是领先的制药和化妆品透明质酸产品生产商之一，致力于透明质酸材料的研究和开发以及医疗保健应用。其主要产品包括透明质酸活性药物成分、抗衰老化妆品成分、伤口愈合产品和兽医产品等。
Q-Med AB	瑞典	瑞典 Q-Med 是一家生物技术医疗器械企业，致力于研发、生产和销售用于软组织填充领域以及医疗领域的填充产品。其研制的专利 NASHA 粒子技术稳定性透明质酸自 1996 年首度推出市场，其中美颜针 Restylane 是首个获 FDA 认可的透明质酸面部塑形产品。2008 年，Q-Med 生产的注射用修饰透明质酸钠凝胶产品“瑞兰 2 号”进入中国市场。
LG Life Sciences, Ltd.	韩国	LG Life 是韩国 LG 集团的子公司，自 1981 年起研究基因工程，集中专注医药、兽药、精细化学品等三大行业。其注射用修饰透明质酸钠凝胶产品“YVOIRE 伊婉”于 2013 年获得国家食品药品监督管理局的正式许可。
Allergan plc	爱尔兰	Allergan plc 成立于 1950 年，总部位于爱尔兰都柏林，致力于开发、制造、销售和分销全球范围内的医学美学生物仿制药和非处方药。其推出的含利多卡因可注射透明质酸钠凝胶 Juvederm® XC 于 2008 年在欧洲成功上市，并于 2015 年进入中国。
Seikagaku Corporation (日本生化)	日本	日本生化主要从事医药产品和细胞溶解产物的研究、开发、采购、生产和销售。该公司医药业务部门提供用于联合功能改善的基于透明质酸的药物，用于内窥镜的眼科手术增强剂和粘膜下注射材料，以及用于各种药物的药物物质。其骨科玻璃酸钠注射液品牌“阿尔治”已获得 CFDA 认证。
欧舒丹	法国	欧舒丹是一家以天然和有机成份生产化妆品及护理产品的全球性企业，致力于利用来自普罗旺斯一带的天然有机成份，设计、生产并营销种类繁多的化妆品及护理产品，主要以 L'Occitane 品牌进行营销，其产品包括身体护理、面部护理、香水、居室香氛等各个品种。
上海昊海生物	中国	昊海生物 (6826.HK) 成立于 2007 年，专注于骨科、软组织填充与创面护理、眼科、防黏连及止血等治疗领域，主要产品包括骨科玻璃酸钠注射液、注射用交联透明质酸钠凝胶、医用透明质酸钠凝胶（眼科）、医用几丁糖等。其软组织填充产品品牌包括“海薇”“娇兰”。
爱美客	中国	爱美客成立于 2004 年，立足于生物医用材料的研发和转化，致力于重组蛋白和多肽等生物医药的开发。产品临床应用涵盖医疗美容、外科修复以及代谢疾病治疗等领域。其软组织填充产品品牌包括“逸美”、“宝尼达”等。
山东焦点	中国	山东焦点生物科技股份有限公司成立于 2012 年，已发展成为集研发、生产、销售为一体的综合性企业。公司生产的透明质酸钠，广泛应用于化妆品、营养保健品、美容及医药等行业。产品远销美国、韩国、日本、俄罗斯、德国、荷兰、法国、意大利、印度等国家。
阜丰生物	中国	阜丰集团成立于 2005 年，主要致力于各种氨基酸及其衍生制品和生物胶体的研发、生产和经营，是全球大味精生产商、全球大黄原胶生产商。主要产品有味精、黄原胶、食用葡萄糖、结晶果糖、系列复合调味料、透明质酸、结冷胶等。
东辰生物	中国	东辰生物工程股份有限公司创建于 2001 年，隶属山东东辰实业集团有限公司。公司先后建成了国内第三大透明质酸生产基地和第二大新戊二醇生产基地。先后开发生产了氨基葡萄糖、麦角固醇、透明质酸、新戊二醇等 10 余种科技含量高、市场前景广阔的产品，所有产品均被列为省火炬计划和新产品项目。
安华生物	中国	山东安华生物医药股份有限公司成立于 2010 年，是集透明质酸的生产、研发和销售为一体的高新技术企业，凭借成熟的生产工艺、稳定的产品质量和专业的销售团队，业已成为国际性透明质酸原料生产商和供应商。

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

中国透明质酸原料生产企业基于规模化成本优势，在相同工艺水平及产品品质下，出口价格低于境外公司同等产品。

表 11： 同业透明质酸原料生产价格对比

公司	产品	平均售价 (2018 年度)
华熙生物	原料产品-注射级	11.38 万元/KG
	原料产品-滴眼液级	1.88 万元/KG
	原料产品-化妆品级	2440.81 元/KG
	原料产品-食品级	1258.36 元/KG
中国出口企业	医药级透明质酸原料	1.79-16.55 万元/KG (2700-25000 美元/KG)
	其它级别透明质酸原料	993-3310 元/KG (150-500 美元/KG)
海外企业	医药级透明质酸原料	4.63-33.10 万元/KG (7000-50000 美元/KG)
	其它级别透明质酸原料	2648-7944 元/KG (400-1200 美元/KG)

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

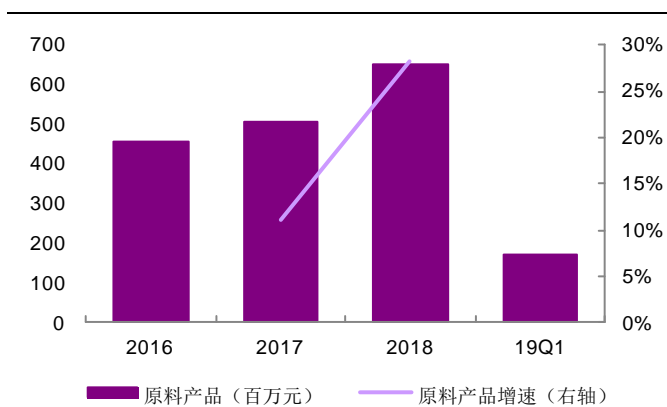
注：2018 年美元兑人民币汇率为 6.62。

2.1.3、业务发展：快速增长，技术壁垒铸高毛利率

凭借出色的研发技术，公司透明质酸原料业务快速增长，已成为全球透明质酸生产龙头，2016~2018 年公司原料产品营收年均复合增速为 19.32%，且增速近年持续提升。

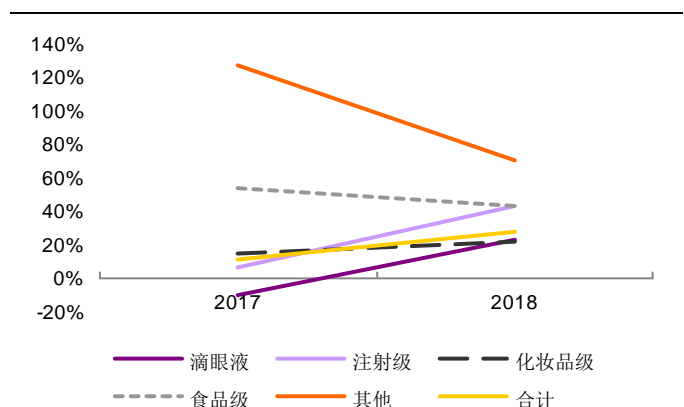
分应用领域来看，滴眼液、注射级、化妆品级等占比较高，贡献主要增长，此外食品级、其他等品类规模较小、但高速增长、占比提升。

图 27： 公司原料产品业务营收及同比增速



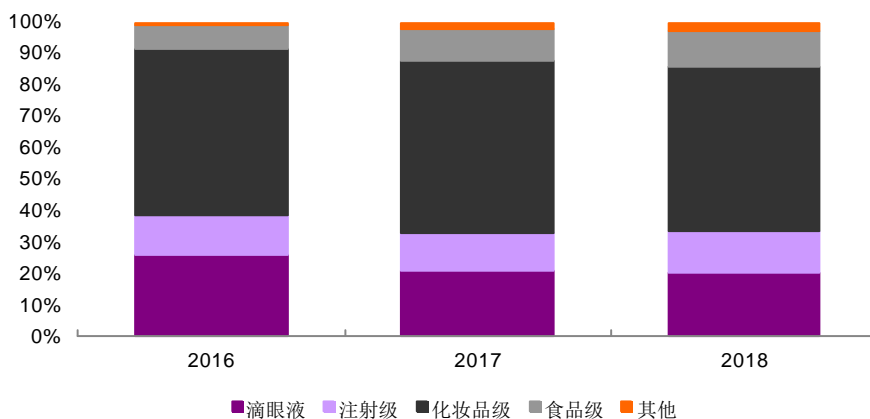
资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 28： 公司原料产品业务分应用领域营收同比增速



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

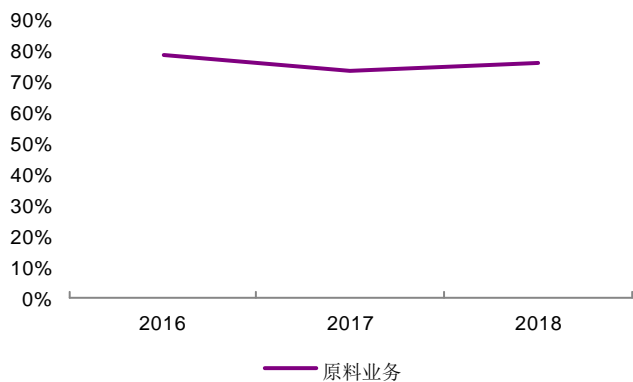
图 29：2016~2018 年公司原料产品业务分不同领域营收占比



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

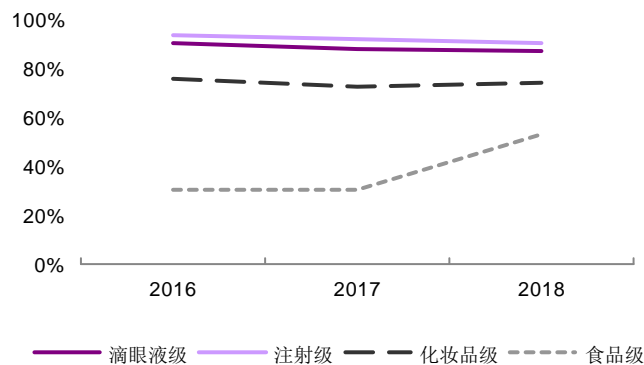
公司原料业务毛利率近年总体稳定，分终端应用领域来看，医药级毛利率较高、其次为化妆品级、再次为食品级。近年医药级原料产品毛利率略有下降主要为细分种类增加、新增规格的产品单价及毛利率较低；化妆品级原料产品毛利率略有下降主要为细分种类增加、部分新品细分规格单价及毛利率较低，人工成本上升及质量管控、后端环保投入、生产安全等方面投入不断扩大；食品级毛利率近年呈现上升趋势主要为产能紧张，公司优先保证核心客户供货，供应的产品单价、毛利率较高。

图 30：公司原料产品业务毛利率



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 31：公司原料产品分终端应用领域的毛利率

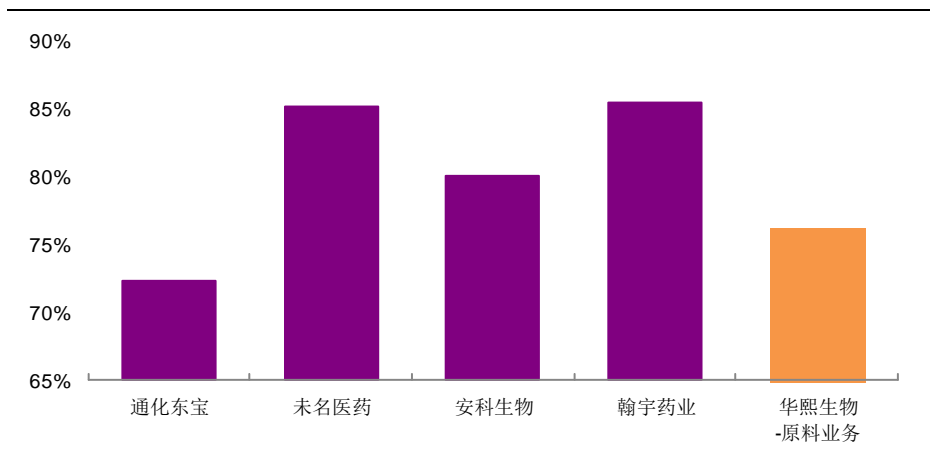


资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

同业对比来看，因公司在透明质酸原料领域的领先市场地位，选取同样从事生物类药物相关的研发、生产及销售且在细分领域研发技术突出的优质公司作为可比对象，如通化东宝、未名医药、安科生物、翰宇药业等。

公司原料业务毛利率与已上市的同业一样处于较高的水平，主要为该类生物医药公司所在行业具有较高的技术壁垒、资金壁垒，其中掌握核心生产技术、具有明显市场地位的龙头企业毛利率保持在较高水平。

图 32：2018 年公司原料业务毛利率与可比上市公司对比



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

2.2、业务二—医用终端产品：行业成长，差异化竞争、业绩快速增长

2.2.1、业务概况：技术升级推出自主终端医疗品牌产品

2006 年公司开始交联技术的研究，2012 年开始陆续推出基于该项技术的自有品牌终端医疗产品。公司的透明质酸单相交联和双相交联技术，打破国外透明质酸填充剂产品的垄断，自主研发生产透明质酸生物医用材料领域的医疗终端产品，主要产品包括软组织填充剂、眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品以及骨关节腔注射针剂等药品。

医疗终端产品主要采用经销商销售模式，以买断方式销售给经销商，此外公司向公立医疗机构、民营医疗机构进行直接销售，但销售规模及占比相对较小。

表 12：公司主要医疗终端产品

产品分类	产品名称	注册类别	产品图示	主要品牌	主要用途	所应用的核心技术
骨科注射液	玻璃酸钠注射液	化学药品		海力达	适用于膝关节骨关节炎、肩关节周围炎	终端湿热灭菌技术
眼科黏弹剂	医用透明质酸钠凝胶	III 类医疗器械		海视健	眼科手术辅助用医疗器械，用于白内障和人工晶体植入术	终端湿热灭菌技术
软组织填充剂	注射用修饰透明质酸钠凝胶	III 类医疗器械		润百颜	适用于面部真皮组织中层至深层注射以矫正中重度鼻唇部皱纹	交联技术
	注射用修饰透明质酸钠凝胶（含利多卡因）			润致		

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

注：公司现有医疗终端产品中透明质酸钠注射液属于药品，已纳入医保目录，其他医疗终端产品均为医疗器械，未纳入医保目录。

2.2.2、行业背景：发展前景广阔，本土品牌地位提升

➤ 行业概况：医药及医疗器械^①快速成长

在医药、医疗器械领域，根据中国医药工业中心发布的《中国健康产业蓝皮书 2017 版》，2016 年，中国医药市场规模约 1.44 万亿元，同比增长 8.1%，未来将保持稳健的增长趋势。

据中国医药物资协会，我国医疗器械市场近年来增长率均保持在 20% 左右，2017 年行业市场规模达到 4450 亿元。我国是人口大国，医疗器械行业属于国家重点支持的战略新兴产业，随着人口老龄化和经济的快速发展，行业发展前景广阔。

图 33：我国医药行业市场规模及增速

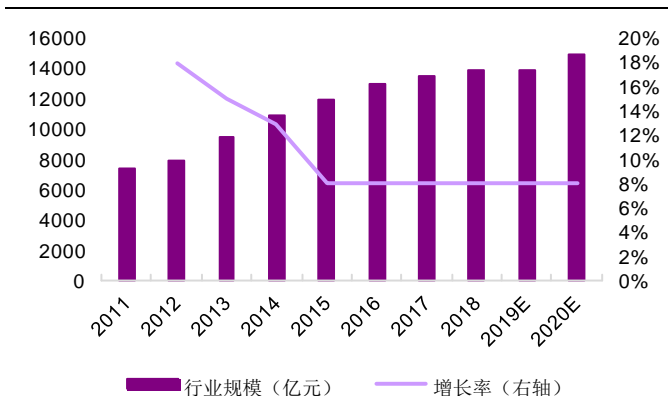
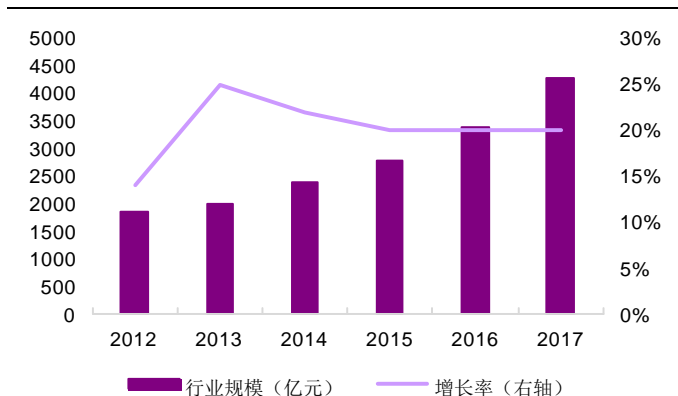


图 34：中国医疗器械行业市场规模及增速



资料来源：公司招股说明书、中国医药工业中心预测、光大证券研究所，注：19~20 年数据由中国医药工业中心预测

资料来源：公司招股说明书、中国医药物资协会、光大证券研究所

具体来看，透明质酸主要医疗终端产品为治疗关节炎、白内障及微整形等领域。其中：

表 13：透明质酸医疗终端领域发展前景

治疗领域	治疗机理	发展前景
关节领域	目前我国治疗关节炎的常用注射类药物有四类：非甾体类抗炎药、镇痛药物、糖皮质激素和其他关节腔注射药物（如透明质酸钠注射液），其中市场份额最高的是其他关节腔注射药物，其次为糖皮质激素。	我国现有骨关节炎患者超过 1.2 亿，年龄与骨科类疾病发病率呈正相关，45 岁以上人口骨科类疾病发病率明显较高。 据 Frost & Sullivan，2018 年中国骨关节炎注射类药物市场规模约为 98 亿元，其中医药级透明质酸骨科终端产品的市场规模约为 15.7 亿元、占比 16%。透明质酸钠注射液作为关节补充滑液，可保护病损软骨，具有良好的生物相容性，不良反应较少。
眼科领域	以高纯度透明质酸钠制作的黏弹剂作为手术垫主要应用于白内障手术，起到临时支撑手术空间，避免组织受手术器械的机械损伤。 此外干眼症治疗一线用药——人工泪液是透明质酸另一高潜力应用市场。	白内障是全球首位致盲性眼病，我国 60 岁以上老年人白内障发病率在 80% 以上，手术是治疗白内障的唯一方式。 我国干眼症中 30~40 岁人群患病率超 20%、并随着年龄增长呈上升趋势。
微整形领域	近年我国医美行业快速发展，其中非手术类的微整形占比不断提升，非手术类中以肉毒素及透明质酸为主。	据 ISAPS 预测，2017 年我国医疗美容市场规模超过 1760 亿元，至 2020 年，我国医美市场有望达到 3150 亿元，2015-2017 年的年复合增速高达 42.23%，预计 2018~2020 年的年复合增速达 29.35%。 2017 年非手术类项目数量占比 71%、至 2019 年提升至 74%。

资料来源：公司招股说明书、ISAPS、光大证券研究所

^① 医疗器械是指直接或间接用于人体的仪器、设备、器具、体外诊断试剂及校准物、材料及其他相关物品。

➤ 行业格局：行业景气吸引多方入局，国内品牌性价比较高

1) 终端医疗产品的生产均受国家食品药品监督管理局的管理，相关企业需要获得相应的资质获批后才能生产相应的产品。

表 14：我国 CFDA 批准用于骨科玻璃酸钠注射液生产企业

公司名称	产品名称	剂型	批准文号	批准日期	产品类别	规格
山东博士伦福瑞达制药有限公司	玻璃酸钠注射液	注射剂	国药准字 H10960136	2003/1/29	化学药品	2ml:20mg
山东博士伦福瑞达制药有限公司	玻璃酸钠注射液	注射剂	国药准字 H20067379	2006/8/4	化学药品	2ml:20mg 2.5ml:25mg
上海景峰制药有限公司	玻璃酸钠注射液	注射剂	国药准字 H20000643	2010/3/19	化学药品	2.5ml:25mg
上海昊海生科股份有限公司	玻璃酸钠注射液	注射剂	国药准字 H20051838	2010/5/7	化学药品	2ml:20mg 3ml:30mg
上海昊海生科股份有限公司	玻璃酸钠注射液	注射剂	国药准字 H20051837	2015/4/14	化学药品	2ml:20mg
Seikagaku Corporation Takahagi Plant (日本生化学工业株式会社)	玻璃酸钠注射液	注射剂	H20150210	2015/4/29	化学药品	2.5ml:25mg
西安汉丰药业有限责任公司	玻璃酸钠注射液	注射剂	国药准字 H20054744	2015/12/28	化学药品	0.55ml:5.5mg
Meiji Seika Pharma Co.,Ltd.(明治制果药业株式会社)	玻璃酸钠注射液	注射剂	H20170211	2017/4/24	化学药品	2.5ml:25mg
Meiji Seika Pharma Co.,Ltd.(明治制果药业株式会社)	玻璃酸钠注射液	注射剂	H20170243	2017/4/24	化学药品	2.5ml:25mg
上海昊海生科股份有限公司	玻璃酸钠注射液	注射剂	国药准字 H20174089	2017/8/18	化学药品	2.5ml:25mg
Meiji Seika Pharma Co.,Ltd.(明治制果药业株式会社)	玻璃酸钠注射液	注射剂	国药准字 J20171041	2017/8/25	化学药品	2.5ml:25mg
华熙生物科技股份有限公司	玻璃酸钠注射液	注射剂	国药准字 H20143093	2018/11/1	化学药品	2.5ml:25mg
Seikagaku Corporation Takahagi Plant (日本生化学工业株式会社)	玻璃酸钠注射液	注射剂	H20140533	2019/4/28	化学药品	2.5ml:25mg

资料来源：国家药品监督管理局，光大证券研究所

表 15：我国 CFDA 批准用于眼科玻璃酸钠和玻璃酸钠注射液生产企业

公司名称	产品名称	剂型	批准文号	批准日期	产品类别	规格
珠海联邦制药股份有限公司中山分公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20040352	2015/1/30	化学药品	5ml:5mg 7ml:7mg
山东博士伦福瑞达制药有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20054650	2015/4/10	化学药品	5ml:5mg
上海昊海生物科技股份有限公司	玻璃酸钠	原料药	国药准字 H20000326	2015/4/14	化学药品	-
齐鲁制药有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20133263	2015/6/26	化学药品	0.4ml:0.4mg
齐鲁制药有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20103633	2015/6/27	化学药品	0.4ml:0.4mg
山东博士伦福瑞达制药有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20053222	2015/7/24	化学药品	0.4ml:1.2mg
山东博士伦福瑞达制药有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20057377	2015/7/24	化学药品	0.4ml:0.4mg 0.8ml:0.8mg
上海信谊金朱药业有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20053160	2015/7/27	化学药品	5ml:5mg
浙江尖峰药业有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20063950	2015/8/17	化学药品	5ml:5mg
西安力邦制药有限公司	玻璃酸钠	原料药	国药准字 H20054738	2015/8/20	化学药品	-
华熙生物科技股份有限公司	玻璃酸钠	原料药	国药准字 H20113379	2016/4/18	化学药品	-
Kewpie Corporation	玻璃酸钠	原料药	H20160622	2016/11/14	化学药品	-
参天制药(中国)有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20173248	2017/6/29	化学药品	5ml:15mg
参天制药(中国)有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20173249	2017/6/29	化学药品	5ml:5mg
Santen Pharmaceutical Co.,Ltd.	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20173248	2017/6/29	化学药品	5ml:15mg
Santen Pharmaceutical Co.,Ltd.	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	H20171192	2017/9/14	化学药品	5ml:15mg
Santen Pharmaceutical Co.,Ltd.	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	H20171193	2017/9/14	化学药品	5ml:15mg
华熙生物科技股份有限公司	玻璃酸钠	原料药	国药准字 H20133147	2017/12/12	化学药品	-

苏州工业园区天龙制药有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20183045	2018/3/12	化学药品	5ml: 5mg
辽宁美滋林药业有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20183088	2018/4/28	化学药品	5ml:5mg
沈阳兴齐眼药股份有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20183132	2018/5/23	化学药品	0.4ml:0.4mg
杭州民生药业有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20183217	2018/6/19	化学药品	5ml:5mg
珠海亿胜生物制药有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20183333	2018/7/31	化学药品	0.4ml:0.4mg
广东宏盈科技有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20183330	2018/7/31	化学药品	5ml:5mg
Santen Pharmaceutical Co.,Ltd.	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	H20130587	2018/8/30	化学药品	0.4ml:1.2mg
Santen Pharmaceutical Co.,Ltd.	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	H20130583	2018/8/30	化学药品	5ml: 5mg
Santen Pharmaceutical Co.,Ltd.	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	H20130585	2018/8/30	化学药品	0.4ml:0.4mg
成都普什制药有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20183444	2018/11/8	化学药品	0.4ml:1.2mg
EUSAN GmbH	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	H20150150	2019/4/29	化学药品	0.10%
北京汇恩兰德制药有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20193204	2019/7/4	化学药品	0.8ml:2.4mg
上海景峰制药有限公司	玻璃酸钠	原料药	国药准字 H20000159	2019/7/12	化学药品	-
扬子江药业集团有限公司	玻璃酸钠滴眼液	眼用制剂	国药准字 H20193211	2019/7/12	化学药品	5ml: 5mg

资料来源：国家药品监督管理局，光大证券研究所

2) 公司医疗终端产品主要为皮肤类医疗终端产品，即用于微整形的透明质酸钠凝胶，产品需通过 CFDA 认证，具有一定的行业门槛，但巨大的市场需求使得市面上充斥着大量未获得 CFDA 认证的产品。

在行业发展早期国际品牌占垄断地位，近年随着医美行业的快速发展，一方面国际品牌商加速布局中国市场，另一方面一批国内技术领先的企业取得技术突破、纷纷推出自主透明质酸塑形类产品，其中华熙生物旗下润百颜 2012 年获得 CFDA 批准上市，是国内首家获得批准文号的国产交联透明质酸软组织填充剂。

从价格来看，国内透明质酸塑形类产品单价相比国外品牌较低，在价格领域进行差异化竞争。

市占率方面，进口产品中 Q-Med 公司生产的“瑞蓝”、韩国 LG 公司生产的“伊婉”等占据较多市场份额，国产产品中华熙生物生产的“润百颜”市占率相对较高。

表 16：我国主要透明质酸钠凝胶类产品获批时间

厂商	品牌/产品	CFDA 获批时间	主力价格区间 (元/ML)
瑞典 Q-Med AB	瑞蓝 2 号	2008 年	2000~3000
华熙生物	润百颜	2012 年	400~1000
北京爱美客	宝尼达	2012 年	16000 左右
韩国 LG	伊婉	2013 年	1000~2500
上海其胜	海薇	2013 年	500 左右
北京蒙博润	舒颜	2014 年	600~1000
台湾科研	法思丽	2014 年	1000~3000
韩国 Humedix	艾莉薇	2015 年	4000
北京爱美客	爱芙莱	2015 年	500~1000
美国 Allergan	乔雅登	2015 年	5000~10000
杭州协和	欣菲聆	2015 年	200~300

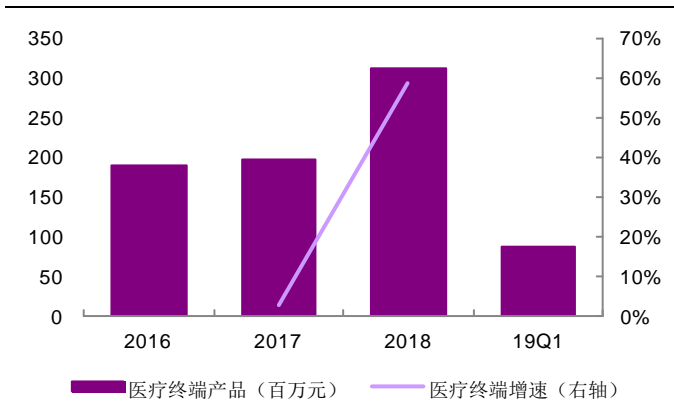
资料来源：CFDA、新氧 APP、品牌官网、光大证券研究所

注：各个细分品类中的产品按照获批时间排序。加粗的品牌代表国际品牌。

2.2.3、业务发展：医疗终端产品业务快速增长，毛利率提升

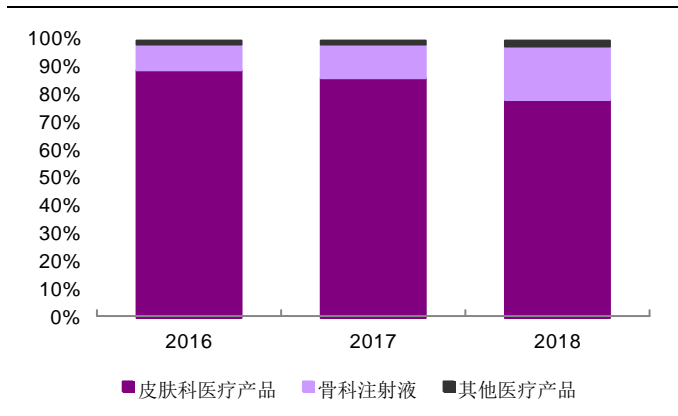
2012年起公司陆续推出医疗终端产品，营收实现快速增长，2016~2018年营收年均复合增速为27.79%，其中主要由皮肤科医疗产品（如软组织填充剂等）贡献，此外骨科注射液及其他（如眼科）医疗产品近年高速增长、占比持续提升，2018年皮肤科、骨科及其他产品营收占该业务比重分别为78%、19%、3%。

图 35：公司医疗终端产品营收及同比增速



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

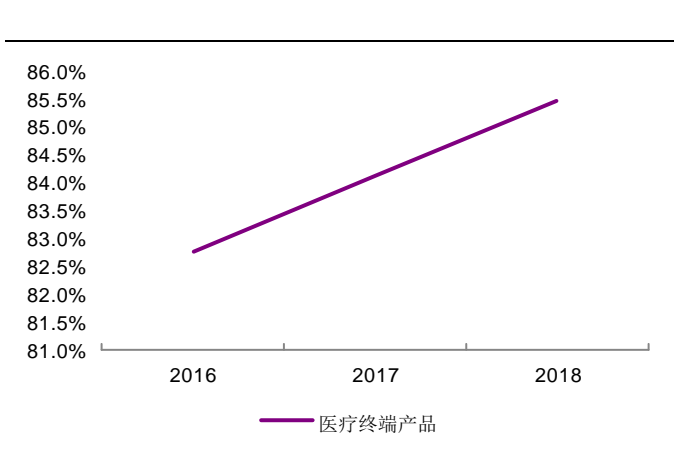
图 36：公司医疗终端产品细分品类营收占比



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

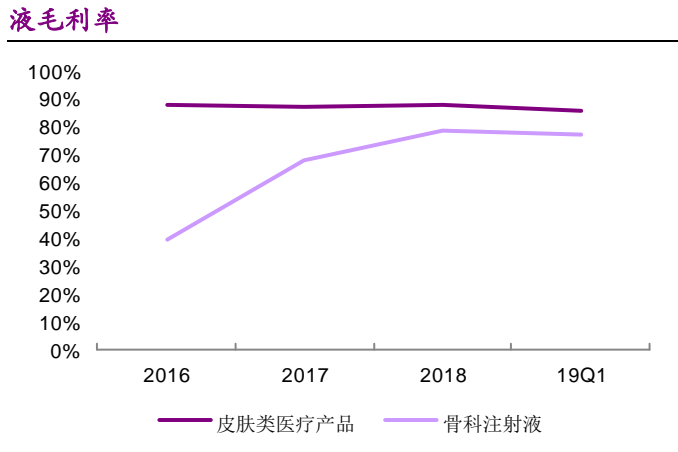
近年公司医疗终端产品毛利率呈现上升态势，其中皮肤类医疗产品毛利率总体稳定，骨科注射液毛利率有所上升。

图 37：公司医疗终端产品毛利率



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

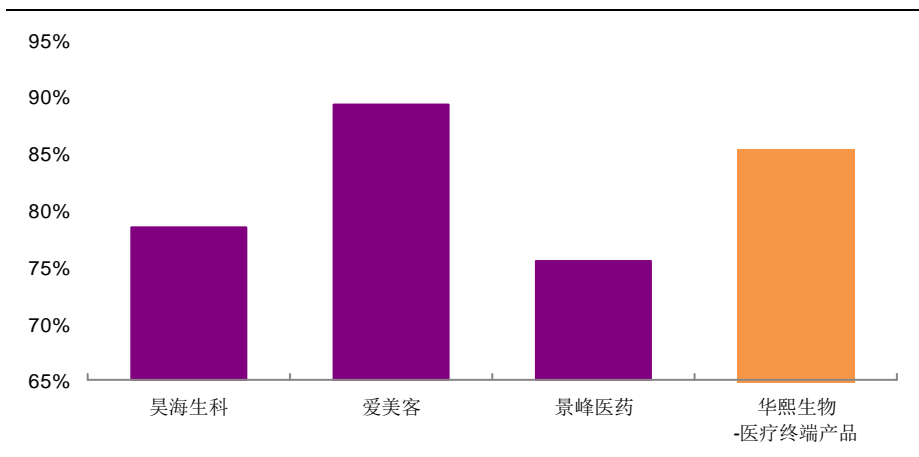
图 38：公司医疗终端产品中皮肤类医疗产品、骨科注射液毛利率



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

公司医疗终端产品主要包括皮肤类医疗产品、骨科注射液等，其中皮肤类医疗产品可比公司为昊海生科、爱美客等，骨科注射液可比公司为景峰医药等。对比可比上市公司，公司医疗终端产品毛利率较高，主要为公司皮肤类医疗产品占比较高、其毛利率相对骨科注射液更高。

图 39：2018 年公司医疗终端产品毛利率与可比上市公司对比



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

2.3、业务三—功能性护肤品：行业景气、本土品牌地位提升，公司全渠道快速发展

2.3.1、业务模式：品类不断丰富、全渠道发展

公司依托微生物发酵技术、交联技术两大平台为核心的研发体系，深入研究不同分子量透明质酸、 γ -氨基丁酸、依克多因等生物活性物质及其交联衍生物对人体皮肤的功效，以此为核心成分，开发了一系列针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝、痤疮等皮肤问题的功能性护肤品。

公司旗下拥有“润百颜”、“BIO-MESO”、“丝丽”、“米蓓尔”、“润月雅”、“夸迪”、“德玛润”等多个品牌系列，产品种类包括次抛原液、各种膏霜水乳、面膜、手膜、喷雾等。

2018 年底为了进一步拓展功能性化妆品业务，公司与故宫博物院合作，在部分产品（唇膏、口红、面膜）上使用故宫博物院的注册商标并对外销售，合作有效期为 2018 年 11 月 10 日至 2021 年 11 月 9 日。

图 40：公司润百颜次抛保湿原液



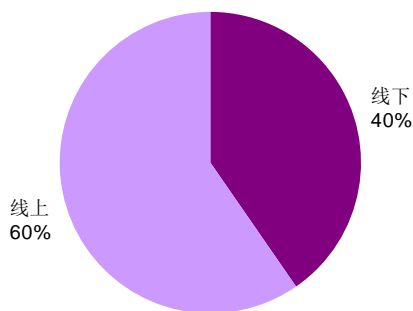
资料来源：润百颜天猫官方旗舰店、光大证券研究所

图 41：公司润百颜故宫系列口红

资料来源：润百颜天猫官方旗舰店、光大证券研究所
注：生产方为莹特丽

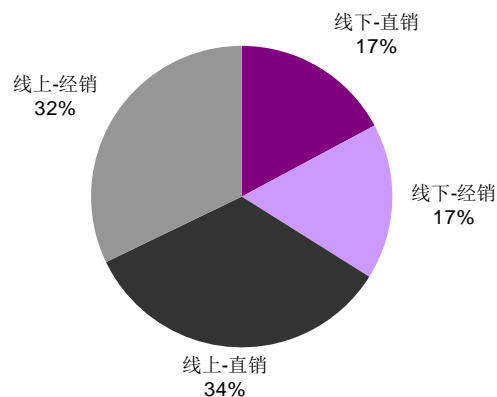
公司功能性护肤品主要通过线上、线下相结合的方式销售。线下直销及经销相结合，其中经销模式下公司买断给经销商，再由其最终销售给医美、生美等机构，线上以直销及经销相结合方式，其中直销主要为天猫、淘宝、小红书等平台进行，经销主要在京东自营商城（2017年5月以来开展合作）。2018年公司线上、线下收入占比分别为59.64%（直营：经销=64%：36%）、40.36%（直营：经销=51%、49%）。

图 42：2018 年公司功能性护肤品线上、线下营收占比



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 43：2018 年公司功能性护肤品线上、线下分营销模式营收占比

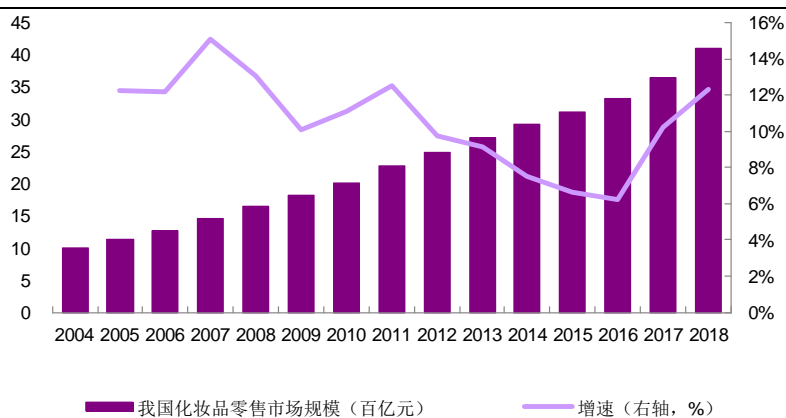


资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

2.3.2、行业背景：获益消费升级行业成长，本土品牌经历两次浪潮逐渐兴起

在化妆品领域，我国化妆品行业自 2000 年以来获益四线及以下城市消费升级，进入成长周期。据 Euromonitor，18 年化妆品行业零售市场规模为 4102 亿元，2004~2018 年年均复合增速为 10.56%。预计未来继续保持快速的成长。

图 44：我国化妆品行业零售市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

国际知名化妆品企业依托强势的品牌地位及强大的资金实力，主要占据了我国一线城市的高端化妆品市场。国内自主品牌企业依托性价比优势及对中国消费者消费习惯的深入理解，主要在中低端化妆品领域参与市场竞争。

表 17：2018 年我国化妆品行业前十大企业及其市占率

市场排名	总体		大众		高端	
	公司名称	市占率 (%)	公司名称	市占率 (%)	公司名称	市占率 (%)
1	宝洁	10.0	宝洁	11.7	欧莱雅	16.1
2	欧莱雅	9.2	欧莱雅	7.8	雅诗兰黛	12.1
3	资生堂	3.4	上海上美	4.0	LVMH	8.4
4	雅诗兰黛	3.2	百雀羚	3.8	资生堂	6.4
5	联合利华	2.8	联合利华	3.8	无极限	3.9
6	爱茉莉太平洋	2.5	伽蓝集团	3.7	爱茉莉太平洋	3.8
7	上海上美	2.5	上海家化	3.0	宝洁	3.1
8	高露洁	2.5	玫琳凯	2.9	安利	3.1
9	百雀羚	2.4	资生堂	2.7	LG 生活与健康	2.9
10	伽蓝集团	2.3	爱茉莉太平洋	2.4	Chanel	2.7

资料来源：Euromonitor、光大证券研究所
注：加粗为本土化妆品公司

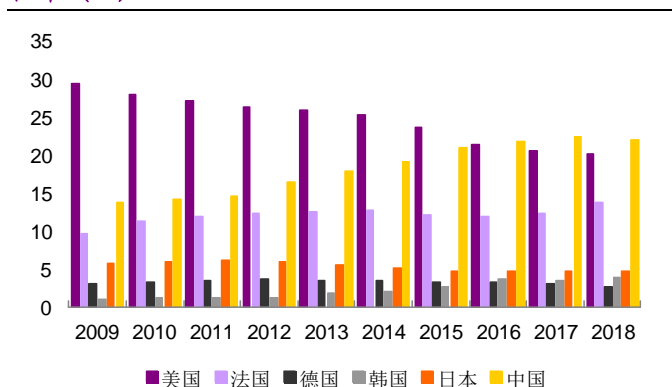
我国本土品牌先后把握两拨浪潮实现快速的崛起：

1) **第一波浪潮**：自 2000 年以来我国四线及以下城市消费向护肤、彩妆等升级（护肤为化妆品第一大品类，市场规模占比约 50%左右），四线及以下城市成为我国化妆品市场增长的重要力量，据国家统计局，近年我国四线及以下城市化妆品零售额增速高出全国水平、拉动行业总体增长。而在该区域，国际品牌布局相对较弱、为本土品牌发展提供了良好的竞争环境。

此外，行业的发展也催生了不同的渠道，我国化妆品自 2000 年以来先后在商超、CS 店、电商等渠道获得快速发展，其中一部分本土品牌把握不同时期的渠道机遇快速成长，如百雀羚先后把握商超、电商等渠道机遇，珀莱雅先后把握 CS 渠道、电商等渠道机遇，行业后发者御家汇借力电商渠道获得快速发展、成就电商渠道面膜品类的龙头地位。

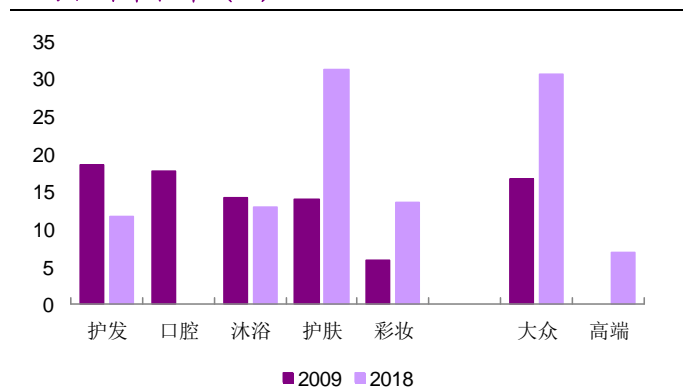
本土品牌快速发展，对应的其市场地位亦总体提升。2018 年我国本土品牌市占率为 22.1%、较 2009 年提升 8.4PCT。

图 45：2009~2018 年我国化妆品市场品牌分来源地市占率 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 46：2009、2018 年我国化妆品分品类、分定位本土公司合计市占率 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所
注：19 年高端市占率为 0

2) **第二波浪潮**：近年营销环境变化，微博、微信、小红书、抖音等成为新的种草阵地，一批本土新锐品牌借力内容营销，实现站外引流，在天猫、淘宝等电商渠道实现快速的崛起。如彩妆领域的完美日记、护肤领域的HFP。

表 18：阿里全网护肤品行业前十大品牌销售额及在阿里全网护肤品行业市占率

排名	品牌 (2019.06)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.07)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.08)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率
1	莱贝	902.38	7.33%	l'oreal	40.54	0.47%	莱贝	331.13	3.81%
2	l'oreal	393.83	3.20%	丽芝雅	19.91	0.23%	梵贞	196.48	2.26%
3	olay	226.25	1.84%	nivea	14.77	0.17%	碧素堂	194.49	2.24%
4	lancome	217.72	1.77%	赫恩	14.68	0.17%	修正	171.63	1.97%
5	一枝春	206.04	1.67%	俞唐	13.62	0.16%	l'oreal	159.80	1.84%
6	sk-ii	165.96	1.35%	麦芙迪	11.96	0.14%	珀莱雅	152.99	1.76%
7	wis	164.82	1.34%	左颜右色	11.06	0.13%	sk-ii	134.64	1.55%
8	百雀羚	143.45	1.16%	Mentho- latum	9.35	0.11%	estee lauder	125.99	1.45%
9	薇诺娜	141.86	1.15%	uno	9.15	0.11%	olay	125.13	1.44%
10	自然堂	130.14	1.06%	wis	8.99	0.10%	pinkypinky	115.92	1.33%

资料来源：淘数据、光大证券研究所

表 19：阿里全网彩妆行业前十大品牌销售额及在阿里全网彩妆行业市占率

排名	品牌 (2019.06)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.07)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率	品牌 (2019.08)	销售额 (百万元)	阿里全网市 占率
1	完美日记	221.09	5.29%	完美日记	123.63	3.61%	完美日记	215.65	6.31%
2	maybelline	105.02	2.51%	YSL	81.08	2.37%	MAC	162.86	4.76%
3	ysl	74.66	1.79%	MAC	77.36	2.26%	YSL	133.14	3.89%
4	欧丽源	73.48	1.76%	Zeesea	63.89	1.87%	花西子	102.67	3.00%
5	卡姿兰	72.85	1.74%	花西子	63.60	1.86%	giorgio armani	101.88	2.98%
6	mac	71.06	1.70%	giorgio Armani	53.75	1.57%	dior	99.30	2.90%
7	稚优泉	66.05	1.58%	卡姿兰	53.31	1.56%	zeesea	84.97	2.48%
8	花西子	63.75	1.52%	Dior	52.01	1.52%	纪梵希	79.75	2.33%
9	3CE	61.58	1.47%	稚优泉	46.84	1.37%	香奈儿	77.10	2.25%
10	lancome	61.47	1.47%	estee lauder	45.25	1.32%	卡姿兰	69.03	2.02%

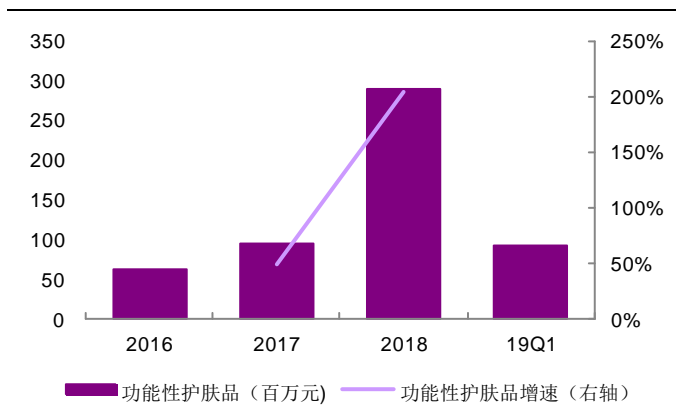
资料来源：淘数据、光大证券研究所

2.3.3、业务发展：化妆品业务获益行业及渠道红利快速增长

公司功能性护肤品业务营收快速增长，从 2016 年的 6386 万元快速增长至 2018 年的 2.90 亿元，年均复合增速为 113.21%。

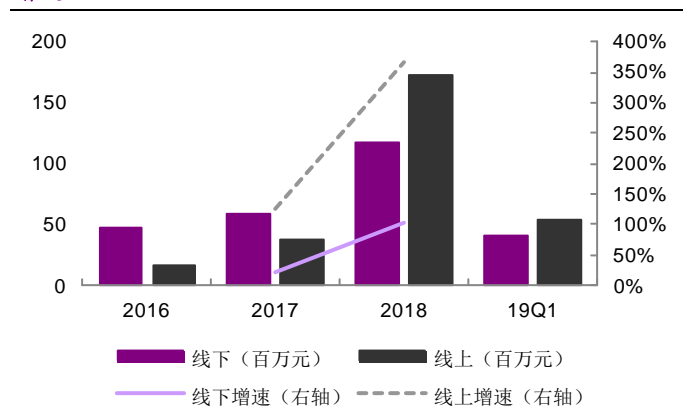
分渠道看，公司护肤品业务线上渠道增速较高、占比不断上升。2016~2018 年公司护肤品业务线上、线下营收年均复合增速分别为 223.92%、57.29%，2018 年占护肤品业务总营收比重分别为 59.64%、40.36%。

图 47：公司功能性护肤品业务营收及同比增速



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

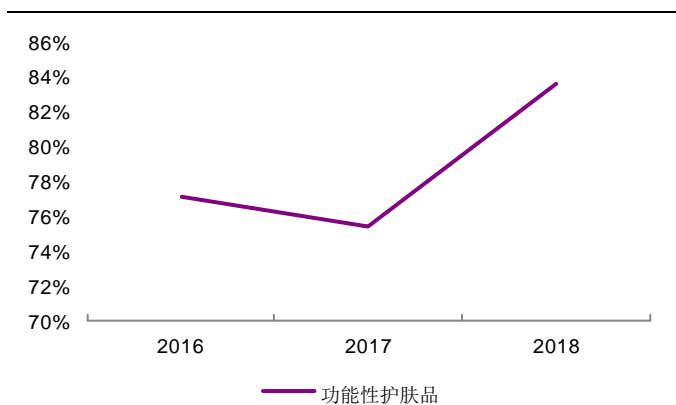
图 48：公司功能性护肤品业务分线上、线下营收及同比增速



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

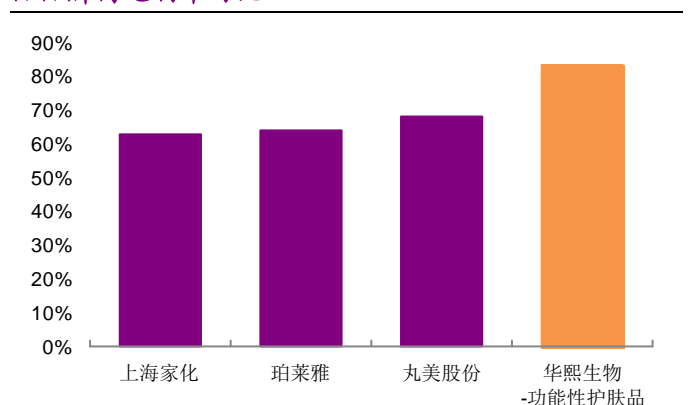
毛利率获益品牌力提升呈现上升趋势，且高于可比上市化妆品品牌商。

图 49：公司功能性护肤品毛利率



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 50：2018 年公司功能性护肤品业务与可比上市化妆品品牌商毛利率对比



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

3、公司优势：技术领先，拓展成长性强的全产业链

3.1、技术领先、龙头地位稳固，优先获益全球产业机遇

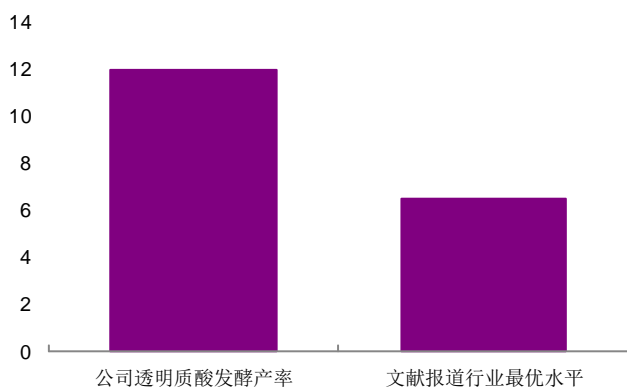
公司拥有科研实力深厚的研发团队和高效协作的产业化团队。首席科学家郭学平博士领导的研发团队共 208 人，核心技术人员郭学平、刘爱华、栾贻宏均拥有超过 20 年的透明质酸相关行业从业经历和丰富的研发经验，为公司基础技术研究、产品研发、工艺放大、产业化生产和质量管理全流程提供了有效的人才保证。公司全球客户超 1000 多家，在某些国家和地区和客户合作超过 15 年，关系稳固、客户粘性高。

当前公司已在透明质酸生产、分子量控制、修饰及灭菌等方面积累了行业领先的技术：

1) 生产领域：当前行业透明质酸生产方法有提取法与发酵法。其中提取法是指从动物组织中提取透明质酸常用原料有鸡冠、脐带、猪皮、动物眼球玻璃体等，主要工艺包括脱水、磨碎、浸泡、提取、除杂、沉淀和分离。因提取法原料来源有限，产品质量较差。链球菌发酵法生产透明质酸始于上世纪八十年代，技术应用主要在国外。

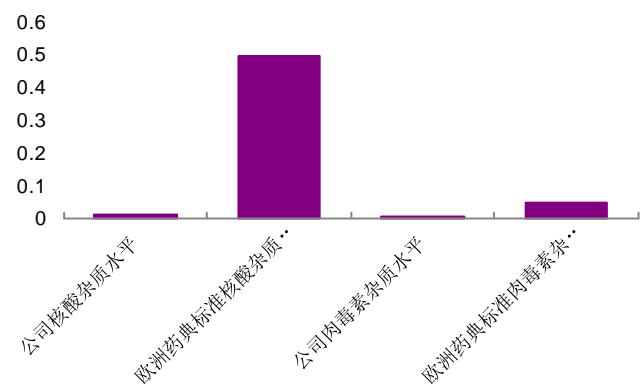
公司自成立以来持续开展微生物发酵法生产透明质酸技术研发，通过野生菌种诱变和高通量筛选，得到产率最高的优质菌株，产量及产品质量均高于国内外其他企业。

图 51：公司透明质酸发酵产率同业对比 (g/L)



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 52：公司透明质酸生产杂质同业对比 (EU/mg)



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

2) 在透明质酸分子量控制方面，公司自主研发全球领先的酶切技术，全球首次实现透明质酸酶规模化生产，酶活动比行业水平高 10 倍以上，实现了 2kDa~4000kDa 分子量范围内不同分子量段透明质酸的产业化技术突破，比传统的化学降解法取得的产品纯度更高，结构更加完整。

此外，公司还通过诱变筛选取得了高分子透明质酸的优质菌株，实现分子量高达 4000kDa 透明质酸的产业化生产。

3) 在透明质酸分子修饰方面，公司 2006 年开始研究交联技术（通过交联剂实现多个透明质酸分子的连接），实现定向交联、有效交联及精准控制交联过程，实现不同交联剂轻、中、重度交联和大、中、小粒径的精准控制，依托该技术开发的透明质软组织填充凝胶 2011 年取得欧洲 III 类医疗器械 CE 认证，进入国际市场。

4) 灭菌技术方面，公司透明质酸钠注射产品国内率先采用中断湿热灭菌方法使得产品无菌保证水平从千分之一下降至百万分之一，被 CFDA 作为该类产品的标准灭菌方式。

表 20：公司拥有四大自主研发的核心技术

自主研发的核心技术	技术背景	技术突破时间	公司技术突破	公司技术在同业中的地位
全球领先的微生物发酵技术	20 世纪 90 年代以前,国内透明质酸主要采用生物组织提取法(如鸡冠、脐带)生产,该法原料有限、分离纯化工艺复杂、收率很低、产品质量低、生产成本高、污染环境,价格昂贵。	2001	公司自成立以来持续开展微生物发酵发生透明质酸技术研发,利用链球菌代谢产生透明质酸的天然属性,通过野生菌种诱变和高通量筛选,得到产率最高的优质菌株,并实现大规模发酵生产。	产率高:目前公司透明质酸发酵产率 10~13g/L,远高于文献报道的行业最优水平 6~7g/L。公司是国内唯一同时拥有发酵法生产透明质酸钠原料药和药用辅料批准文号并实现商业化生产的企业。产品质量高:超过欧洲药典标准、日本药典标准,公司产品核酸、内毒素等杂质水平分别为 0.01 (A260nm)、0.0025EU/mg,分别是欧洲药典国际标准规定值的 1/50 和 1/20; 生产线:拥有符合美国 cGMP、中国 GMP、ICH Q7 要求的高标准生产线。医药级产品在国内取得了 7 项注册备案资质,是国内目前唯一供应商,国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质 21 项,供应给全球数家知名制药企业。
全球领先的酶切技术和分子量精准控制技术	不同分子量大小的透明质酸属性有所差异:高分子量的透明质酸(超 2000kDa)具有更好的黏弹性、内聚性和成膜性,适用于眼科黏弹剂等医疗产品;寡聚透明质酸(分子量低于 10kDa)具有高吸收率的特性且易渗透至真皮层中,具有促进损伤修复、提供细胞保护等作用,具有广阔的医学和化妆品应用前景。一般商业化透明质酸产品分子量介于 500~2000kDa,通常在 1500kDa 左右。提取纯化过程中高分子容易降解、传统采用化学方法生产低分子量透明质酸不易控制、分子量大小不均、结构破坏大且均在环保和安全问题,因此高于或低于该范围的透明质酸生产均有难度。	2011	公司自主研发全球领先的酶切技术,全球首次实现透明质酸酶规模化生产,酶活动比行业水平高 10 倍以上,实现了 2kDa~4000kDa 分子量范围内不同分子量段透明质酸的产业化技术突破,比传统的化学降解法取得的产品纯度更高,结构更加完整。此外公司还通过诱变筛选取得了高分子透明质酸的优质菌株,实现分子量高达 4000kDa 透明质酸的产业化生产。	
透明质酸梯度 3D 交联技术	未经修饰的天然透明质酸在体内受透明质酸酶、自由基的作用易被降解和吸收,在皮肤、眼部及关节等部位的留存时间在 1~21 天不等。	2006 年投入研发, 2012 年实现产业化	公司 2006 年开始交联技术(通过交联剂实现多个透明质酸分子的连接),实现定向交联、有效交联及精准控制交联过程,实现不同交联剂轻、中、重度交联和大、中、小粒径的精准控制	依托该技术开发的透明质软组织填充凝胶 2011 年取得欧洲 III 类医疗器械 CE 认证,进入国际市场;开发的“润百颜”注射用修饰透明质酸钠凝胶 2012 年获得 CFDA 上市,是国内首家获得批准文号的国产交联透明质酸软组织填充剂,打破了国外品牌对国内市场的垄断局面,2016 年含利多卡因(具有局部麻醉等效果的药品,是可卡因的一种衍生物,但无可卡因产生幻觉和上瘾的成分)的注射用修饰透明质酸钠凝胶率先通过 CFDA(国家食品药品监督管理总局)认证,进一步提高了公司在填充剂领域的市场地位。
玻璃酸钠注射液国内率先采用终端湿热灭菌技术	透明质酸注射液在高温灭菌过程中分子量显著降低且体积膨胀易导致爆塞,无菌保证水平只能达千分之一	2009 年投入研发, 2012、2014 年分别获得 CFDA 审批	公司透明质酸钠注射产品国内率先采用中断湿热灭菌方法使得产品无菌保证水平从千分之一下降至百万分之一,被 CFDA 作为该类产品的标准灭菌方式	公司透明质酸钠注射液产品内毒素限值小于 0.03EU/ml,达到国际先进水平,是国家药品标准限值 1EU/ml 的 1/30,显著降低了注射后的副作用的发生。公司治疗骨关节炎的“海力达”玻资料来源:玻璃酸钠注射液于 2013 年取得欧盟三类医疗器械 CE 认证,2014 年取得中国 CFDA 药品批文,成功进入国内外骨科市场。

资料来源:公司招股说明书、光大证券研究所

公司凭借出色的研发技术，主导或参与建立了四项国家行业标准，包括医用透明质酸钠凝胶行业标准、组织工程医疗器械产品透明质酸钠行业标准、整形手术用交联透明质酸钠凝胶行业标准、化妆品用透明质酸钠行业标准，并参与修订欧洲药典及中国药典透明质酸标准、提交美国药典透明质酸专论。公司为透明质酸行业做出的贡献荣获国家科技进步二等奖，获得国家重点新产品三项。目前公司凭借领先的技术，奠定了全球透明质酸生产龙头的行业地位。

随着技术的不断探索与进步，公司实现产能不断放大，产量从 2000 年 0.8 吨到 2018 年达到近 180 吨，产业化规模位居国际前列，且全球首次实现透明质酸酶和酶切寡聚透明质酸的规模化生产，在全球透明质酸领域奠定了绝对龙头的地位。当前全球透明质酸应用前景广阔，增进了对上游优质原料生产商的需求，公司凭借龙头地位有望充分获益行业发展机遇。

3.2、推出自主终端品牌产品，成功打造全产业链业务矩阵

公司拥有医药、化妆品及保健品三大应用领域的原料产品，凭借原料的技术优势，为了充分把握下游医疗终端、护肤品等成长性行业机遇，公司延伸推出涉及骨科、眼科、整形外科等多个领域、多管线的医疗终端产品及功能性护肤品，打通上游原料产品到下游终端产品的全产业链。

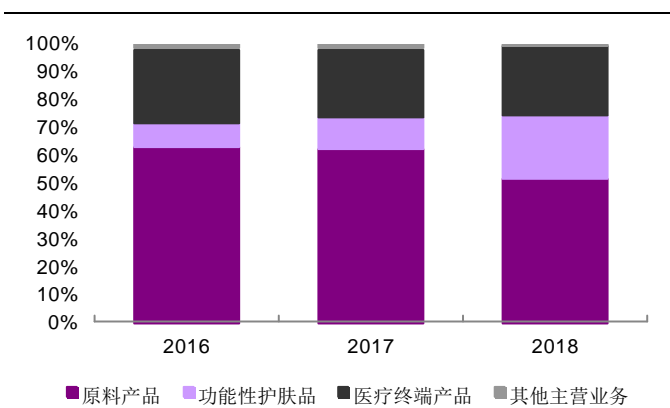
其中：1) 医疗终端产品覆盖全国市场及部分国际市场，同时公司建立起专业的医学市场支持团队，成立华熙学院，定期对临床医生和患者进行学术研讨、培训等，协助进行市场拓展；2) 功能性护肤品拥有经验丰富的电商运营团队，线上渠道快速发展。

2016~2018 年公司医疗终端产品、功能性护肤品营收年均复合增速分别为 27.79%、113.21%，高于同期原料业务 19.32% 的增速。截止 2018 年公司医疗终端产品、功能性护肤品领域营收规模分别为 3.13、2.90 亿元，分别占公司总营收比重为 24.82%、23.04%。公司拓展医疗终端产品及功能性护肤品业务，把握下游成长行业机遇，增加公司盈利增长点，助力总体业绩快速发展。

原料生产业务主要依托技术与成本优势，而终端产品销售考验公司品牌营销能力、渠道拓展能力等，与原有原料业务运作模式较为不同，公司成功拓展终端产品业务离不开公司组织架构与人员团队的配备、制度等市场化运作的内在企业管理制度，重视人才的企业文化等。

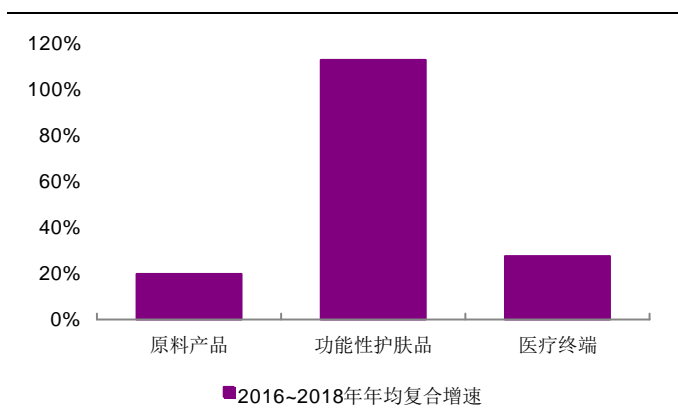
下游化妆品品牌竞争主要维度有营销、渠道及产品力。化妆品行业变化快速、体现在营销模式、渠道变迁等，因此品牌短期竞争集中于对行业营销新趋势、新兴渠道等机遇的把握，长期来看，产品力为支撑化妆品业绩长青的重要因素，尤其对于中高端品牌。公司透明质酸生产工艺全球领先，技术实力雄厚，其功能性护肤品产品力得到保障，长期竞争力强。

图 53：公司分业务营收结构占比



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 54：公司分业务 2016~2018 年营收增速



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

3.3、锐意进取，外延拓展新技术、新产品，复制新增长点

此外公司还通过合作、并购等方式整合吸收全球新技术、新产品，拓展终端产品线。2015年7月，公司与韩国 Medytox 成立合资公司，负责开拓中国市场；2017年，公司全资收购法国 Revitacare，全面掌握其在皮肤管理领域的先进技术和新产品，进一步丰富了公司的产品线。

➤ 收购法国透明质酸品牌商，增强公司研发及产品实力

法国 Revitacare 主营透明质酸终端产品的研发及销售，覆盖从皮肤修复到塑形等领域，产品为动能素产品系列和软组织填充剂，专注于面部注射、抗衰、提拉、紧致，针对不同年龄段都有对应型号，不同型号玻尿酸浓度不相同，服务于全球的医疗机构。其拥有自主品牌 Cytocare，为法国知名美塑抗衰品牌，客户资源丰富，主要客户有 BeautyMed、IBSA 等，产品包括医疗产品透明质酸无源植入物和功能性护肤品丝丽精华液两类不同产品，前者尚未在中国市场销售，但公司已推进该产品在国内的注册工作；后者已经完成国内审核与备案、在国内销售，主要通过线下直销和经销的方式向医疗美容机构、生活美容机构等（如艺星医美、茆丽芙集团、联合丽格医美）销售，目前该产品中国收入占其总收入比重在 95% 以上。

公司收购 Revitacare 有利于公司全面掌握其在皮肤管理领域的先进技术和新产品，进一步丰富公司产品线，同时利用其技术优势及产品研发的延展性，不断扩充产品组合，发展更多产品及解决方案，从而实现产品多元化及在研品、收入和利润扩大等多项协同效应。同时，通过 Revitacare 多年经营积累形成的高端品牌形象拓展更多国际市场，有助于公司发展多产品、多品牌、多渠道的国际化进场，进一步提升竞争力。

自收购完成以来，公司已对 Revitacare 的经营管理采取一系列严格的控制措施以有效整合，主要包括：按照集团化管理的要求将 Revitacare 研发、业务、财务等纳入统一管理；专门委派董事 Lim Ling Li 女士全面统筹监管其业务发展方向，并参与其具体业务；Revitacare 主要管理人员定期汇报工作总结和

计划；派遣专职财务人员常驻法国，负责日常财务信息对接；内部审计部门不定期审阅 Revitacare 月度报表/运营分析报告等。

2017~2018 年 Revitacare 营收规模分别为 606.06、904.6 万欧元，2018 年营收同比增 49.26%。公司对其核心团队实施薪酬奖励，约定核心团队 2017~2019 年在继续任职且完成业绩考核目标分别给予基本奖励及额外奖励，三年累计最高奖励金额为 1087.5 万欧元。

表 21：法国 Revitacare 核心管理层基础奖励业绩目标

项目	2017	2018	2019	三年累计
目标业绩（营收入，万欧元）	600	900	1300	2800

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

表 22：法国 Revitacare 核心管理层基础奖励

	2017	2018	2019	合计
奖励金额上限（万欧元）	112.5	337.5	337.5	787.5

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

表 23：法国 Revitacare 核心管理层额外奖励业绩目标

情形	三年累计营收（万欧元）	三年累计税后净营业利润（万欧元）	额外奖励（万欧元）
情形 1	≥ 2800	≥ 970	300
情形 2	2520（含）~2800	≥ 485	三年累计税后净营业利润/970*300
情形 3	1680（含）~2520	\geq 三年累计营收的 30%	100
情形 4	< 1680	-	0

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

表 24：法国 Revitacare 核心管理层合计业绩奖励（单位：万欧元）

	2017	2018	2019	合计
基础薪酬奖励	112.5	337.5	337.5	787.5
额外薪酬奖励	-	-	300	300
最高支付金额	112.5	337.5	637.5	1087.5

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

➤ 合作韩国肉毒素企业，进一步丰富业务

Medybloom 为开曼华熙（为公司此前香港联交所上市主体）与韩国公司 Medytox Inc. 于香港成立的合资公司，各持股 50%，主要目的为开发、拓展注射用肉毒素市场，且 Medytox Inc. 授予 Medybloom 在中国内陆地区相关产品的独家代理权。2018 年 8 月，因看好肉毒素市场的前景，公司通过香港钜朗（公司全资子公司、为公司在境外的持股平台）收购开曼华熙持有的合资公司 50% 股权。

4、募投项目分析

公司本次公开发行 4956 万股股份，预计扣除发行费用后，募集资金金额 31.54 亿元，主要投资以下项目：

表 25：预计募集资金使用计划

序号	项目名称	拟投资总额（亿元）	项目建设期
1	华熙生物研发中心提升改造项目	4.01	1 年
2	华熙天津透明质酸钠及相关项目	11.07	建设 1 年、投产 3 年
3	华熙生物生命健康产业园项目	16.47	建设 2 年、投产 2 年
合计	-	31.54	-

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

4.1、华熙生物研发中心提升改造项目

项目预计投资总额为 4.01 亿元，主要用于购置实验设备、耗材、中试设备，研发投入费用和环保投入。

项目以华熙生物为实施主体，计划建设期 12 个月，将在华熙生物和山东海御现有厂区中实施，在现有研发资源的基础上，对公司研发体系进行全面升级。

表 26：研究方向概述

研究方向	具体内容	
原料产品研究方向	功能多糖研发	已有功能多糖技术及产品升级改进以及新的功能多糖原料开发
	生物活性物研发	开发用于医药、医疗器械、功能性护肤品、食品、保健品的生物活性物质原料
医疗终端产品研究方向	填充类产品研发	开发用于不同注射层次和注射部位的多种型号交联透明质酸软组织填充剂；开发系列面部提升产品、面部术后修复护理产品、私密护理产品线
	骨科产品研发	开发长效玻璃酸钠制剂和器械类骨关节注射制剂
	眼科产品研发	开发青光眼手术制剂、玻璃体填充物等系列眼科手术制剂，系列眼部治疗护理产品线
	外科产品研发	开发腔内止血、清洁护理、伤口愈合产品线；浅表创伤护理的高端生物医用敷料产品线
	新领域产品研发	开发口腔、鼻腔、计生、宠物等新领域的产品
功能性护肤品研究方向	建立产品与原料的创新和研发体系，形成完整的护肤品研发链；用制药的标准开发全系具有显著功效，更加安全稳定的护肤品	
保健食品研究方向	开发具有多种保健功能、剂型的保健食品	

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

项目的实施有助于保持创新优势，提高公司综合竞争力；有助于丰富产品种类，实现可持续发展；有助于培养、引进优秀人才，打造优质的研发团队；有助于完善产业链，推动生物医药行业发展。

4.2、华熙天津透明质酸钠及相关项目

本项目预计投资总额为 110,692.43 万元，其中建设投资 105,587.3 万元，铺底流动资金 5,105.12 万元，拟通过对全资子公司华熙生物科技（天津）有限公司增资的形式完成投资。

项目计划建设期 1 年，投产期 3 年。拟于天津经济技术开发区中区建设办公楼、生产调度中心、发酵车间、纯化车间、精制车间、厂区管网等，扩大公

司透明质酸原料和透明质酸终端产品的产能，提升公司的主营业务规模和综合竞争实力。

表 27：华熙天津透明质酸钠及相关项目新增产能

产品规格	产品名称	设计产能
透明质酸原料	1、透明质酸原料（食品级、外用级）	300 吨
	2、透明质酸衍生物	152 吨
	3、透明质酸溶液类	500 吨
功能性护肤品	4、透明质酸次抛原液	2 亿支
	5、透明质酸洗眼液	1000 万支

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

项目有助于解决产能瓶颈，满足不断增长的市场需求；有助于丰富终端产品类型，增加利润来源。

4.3、华熙生物生命健康产业园项目

项目预计投资总额为 16.47 亿元，其中建设投资 15.03 亿元，预备费 7517 万元，铺底流动资金 6816 万元。

项目以华熙生物为实施主体，计划建设期为 2 年，投产期 2 年，拟于济南市高新区新建药品及医疗器械产品车间、功能性护肤品车间、立体库、配套设施及辅助设施等。

表 28：华熙生物生命健康产业园项目新增产能

产品规格	产品名称	设计产能
医疗终端产品	1、医疗针剂产品	10,000 万支/年
	2、医用次抛原液	6,000 万支/年
	3、玻璃酸钠滴眼液	5,000 万支/年
	4、医用敷料	2,700 万件/年
	5、医用透明质酸润滑剂	2,000 万支/年
	6、玻璃酸钠原液	1,000 万瓶/年
护肤品	1、透明质酸次抛类产品（原液、膏霜、乳液等）	5 亿支/年
	2、飞机瓶（原液、膏霜、乳液等）	1 亿支/年
	3、面膜	1 亿片/年
	4、水乳膏霜	5000 万支/年
	5、洗眼液	500 万支/年
	6、喷雾	2000 万瓶/年
	7、彩妆粉单元	2000 万瓶/年
	8、口红	2000 万支/年

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

项目有助于实现生产线专业化分工，扩大产能和提升生产效率；有助于丰富公司的产品结构，增加新的盈利增长点；有助于契合公司发展战略，发挥全产业链协同效应。

5、盈利预测与估值

5.1、关键假设及盈利预测

公司三大业务分别为原料、医疗终端产品、功能性护肤品，并且不同业务板块按照主要产品可以进一步细分，主要产品按照销量及均价可进一步拆分。未来三年主要产品量价假设如表 26，其中销量继续保持良好的增长，均价不同产品受产品规格、结构、市场终端竞争情况相应变动，最终假设 2019~2021 年公司原料业务营收增速分别为 24.55%、18.75%、13.64%，医疗终端产品营收增速分别为 32.93%、35.65%、29.50%，功能性护肤品营收增速分别为 99.01%、67.06%、57.73%。

毛利率来看，公司毛利率较高的终端产品收入增速更高、占比提升，预计公司毛利率未来总体呈现上升趋势，2019~2021 年毛利率分别为 80.19%、80.54%、81.13%。

费用率方面，公司持续拓展自主品牌、短期销售费用率下降难度大，预计未来三年销售费用率维持在历史较高水平，管理费用率 2017 年一次性影响消除，同时研发费用预计持续加大投放力度，管理费用率呈现上升趋势。假设 2019~2021 年销售费用率分别为 26.00%、27.00%、28.00%，管理费用率分别为 15.00%、16.00%、17.00%。

综上，预计公司 2019~2021 年 EPS（摊薄后）分别为 1.20、1.58、2.04 元。

表 29：盈利预测（营收/净利单位：百万元）

项目	2018	2019E	2020E	2021E
营收	651.38	811.27	963.37	1,094.80
YOY	28.25%	24.55%	18.75%	13.64%
滴眼液	130.65	158.42	186.30	212.10
YOY	23.48%	21.25%	17.60%	13.85%
销量(万 KG)	0.70	0.87	1.04	1.20
YOY	34.32%	25.00%	20.00%	15.00%
均价(元/KG)	18798.96	18234.99	17870.29	17691.59
YOY	-8.07%	-3.00%	-2.00%	-1.00%
注射级	87.40	110.21	129.61	147.56
YOY	24.16%	26.10%	17.60%	13.85%
销量(万 KG)	0.08	0.10	0.12	0.14
YOY	54.43%	30.00%	20.00%	15.00%
均价(元/KG)	113831.19	110416.25	108207.93	107125.85
YOY	-7.17%	-3.00%	-2.00%	-1.00%
化妆品级	342.82	424.24	504.00	573.80
YOY	22.43%	23.75%	18.80%	13.85%
销量(万 KG)	14.05	17.56	21.07	24.23
YOY	30.32%	25.00%	20.00%	15.00%
均价(元/KG)	2440.81	2416.40	2392.24	2368.32
YOY	-6.05%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
食品级	73.84	93.40	110.96	122.34

	YOY	43.75%	26.50%	18.80%	10.25%
	销量(万 KG)	5.87	6.75	7.42	7.79
	YOY	23.95%	15.00%	10.00%	5.00%
	均价 (元/KG)	1258.36	1384.20	1494.93	1569.68
	YOY	15.98%	10.00%	8.00%	5.00%
	其他	16.67	25.00	32.50	39.00
	YOY	70.91%	50.00%	30.00%	20.00%
医疗终端产品	营收	312.70	415.68	563.89	730.24
	YOY	58.86%	32.93%	35.65%	29.50%
	皮肤科医疗产品	245.31	294.37	370.90	458.06
	YOY	45.38%	20.00%	26.00%	23.50%
	销量(万 ML)	91.89	137.84	192.97	250.86
	YOY	116.78%	50.00%	40.00%	30.00%
	均价 (元/ML)	266.95	213.56	192.20	182.59
	YOY	-32.94%	-20.00%	-10.00%	-5.00%
	骨科注射液	59.32	106.77	171.90	245.81
	YOY	24.16%	80.00%	61.00%	43.00%
	销量(万 ML)	129.29	193.93	271.50	352.95
	YOY	90.89%	50.00%	40.00%	30.00%
	均价 (元/KG)	45.88	55.06	63.31	69.65
	YOY	28.05%	20.00%	15.00%	10.00%
其他医疗产品	8.08	14.55	21.09	26.37	
YOY	110.60%	80.00%	45.00%	25.00%	
功能性护肤品	营收	290.29	577.69	965.11	1,522.29
	YOY	205.05%	99.01%	67.06%	57.73%
	次抛原液	179.22	453.42	812.54	1340.68
	YOY	311.87%	153.00%	79.20%	65.00%
	销量(万 ML)	3325.03	7315.06	11704.09	17556.14
	YOY	208.71%	120.00%	60.00%	50.00%
	均价 (元/ML)	5.39	6.20	6.94	7.64
	YOY	33.42%	15.00%	12.00%	10.00%
	面膜	31.43	56.57	91.65	123.73
	YOY	24.16%	80.00%	62.00%	35.00%
	销量(万片)	289.14	578.29	1040.91	1561.37
	YOY	559.58%	100.00%	80.00%	50.00%
	均价 (元/片)	10.87	9.78	8.80	7.92
	YOY	-60.83%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
其他产品	79.64	67.70	60.93	57.88	
YOY	101.72%	-15.00%	-10.00%	-5.00%	
营业总收入		1,263.15	1,815.38	2,505.45	3,363.25
YOY		54.41%	43.72%	38.01%	34.24%
归母净利润		423.86	573.93	759.26	976.84
YOY		90.70%	35.41%	32.29%	28.66%
EPS (摊薄, 元)		0.88	1.20	1.58	2.04

资料来源: 公司招股说明书、光大证券研究所、EPS 按照发行后股本计算

5.2、相对估值

公司在透明质酸原料领域的领先市场地位，下文选取同样从事生物类药物相关的研发、生产及销售且在细分领域研发技术突出的优质上市公司作为可比对象，如通化东宝、安科生物、翰宇药业等。

公司医疗终端业务相关同业未上市，功能性护肤品业务可比上市公司有珀莱雅、丸美股份及上海家化等。

由下表可知原料业务可比同业上市公司 2019 年平均估值为 34 倍，PEG 为 1.44~1.72；化妆品业务可比上市公司 2019 年平均估值为 46 倍，PEG 为 1.94~3.41。

公司为全球透明质酸生产龙头、技术与工艺领先有望充分获益行业成长，同时积极拓展下游终端产品，增加新盈利点，预计未来三年净利复合增速为 32.22%。考虑公司所处行业及其自身行业地位，参考同业估值，建议给予 19 年 45~50 倍 PE，对应合理价格区间为 54~60 元。

表 30：可比上市公司估值表

公司名称	收盘价	EPS (元)				PE				19~21 年	PEG	市值 (亿元)
	10/31	18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E	CAGR	18 年	
医药												
通化东宝	15.79	0.41	0.48	0.58	0.70	38	33	27	23	19.33%	1.72	321
安科生物	15.95	0.25	0.34	0.45	0.59	64	47	35	27	32.96%	1.44	168
翰宇药业	6.04	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55
景峰医药	3.85	0.21	0.17	0.18	0.20	18	22	21	19	-1.93%	-	34
平均	-	-	-	-	-	40	34	28	23	-	-	-
美妆												
珀莱雅	90.20	1.43	1.89	2.57	3.33	63	48	35	27	32.65%	1.94	182
丸美股份	74.21	1.04	1.34	1.58	1.83	72	55	47	40	21.00%	3.41	298
上海家化	33.35	0.81	0.93	1.05	1.28	41	36	32	26	16.61%	2.49	224
平均	-	-	-	-	-	59	46	38	31	-	-	-
华熙生物	47.79	0.88	1.20	1.58	2.04	54	40	30	23	32.09%	1.25	229

资料来源：Wind、光大证券研究所

注：上述医药公司盈利预测为 wind 一致预期，化妆品上市公司为光大证券纺服&化妆品团队预测，华熙生物股价实际为发行价。

5.3、绝对估值

1、关于基本假设的几点说明：

- (1) 长期增长率：假设长期增长率为 3%；
- (2) β 值选取：采用申万二级行业分类-医药行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- (3) 税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 19.26%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.46%
β (β levered)	0.72
Rm-Rf	7.20%
Ke(levered)	8.65%
税率	19.26%
Kd	3.51%
Ve	2029.92
Vd	40
目标资本结构	20.00%
WACC	7.62%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2056.22	6.90%
第二阶段	8049.67	27.01%
第三阶段 (终值)	19700.79	66.10%
企业价值 AEV	29806.67	100.00%
加：非经营性净资产价值	576.81	1.94%
减：少数股东权益 (市值)	(0.11)	0.00%
减：债务价值	40.00	-0.13%
总股本价值	30343.59	101.80%
股本 (百万股)	480.00	
每股价值 (元)	63.22	

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
6.62%	69.22	74.99	82.36	92.08	105.51
7.12%	61.73	66.14	71.61	78.60	87.83
7.62%	55.59	59.03	63.22	68.42	75.05
8.12%	50.47	53.21	56.47	60.45	65.38
8.62%	46.14	48.35	50.94	54.05	57.82

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	63.22	46 - 106	贴现率 \pm 1%，长期增长率 \pm 1%
APV	59.52	43 - 98	贴现率 \pm 1%，长期增长率 \pm 1%
EVA	62.74	48 - 100	贴现率 \pm 1%，长期增长率 \pm 1%

资料来源：光大证券研究所

由上述的绝对估值法，公司合理价格区间为 59.52~63.22 元。

综合上述相对估值法与绝对估值法，我们认为公司合理价格区间为 54.00~63.22 元。

6、风险提示

➤ 新产品/新技术替代风险

公司业务发展依托于生物发酵法生产透明质酸技术领域的工艺技术突破。若未来出现革命性的新技术/新产品，公司未能及时进行新技术的迭代、或是新产品的开发，将对公司业务发展产生较大影响。

➤ 研发失败

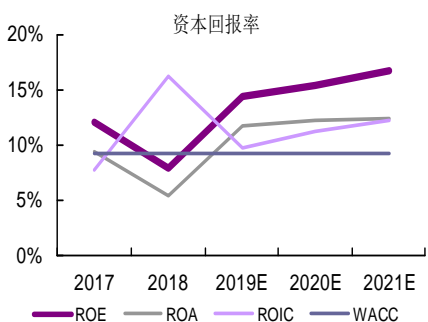
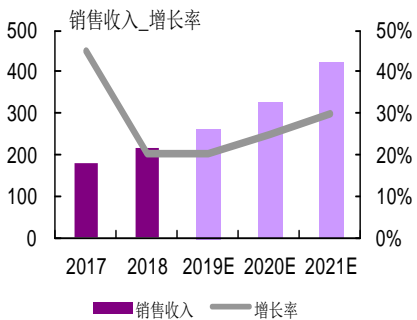
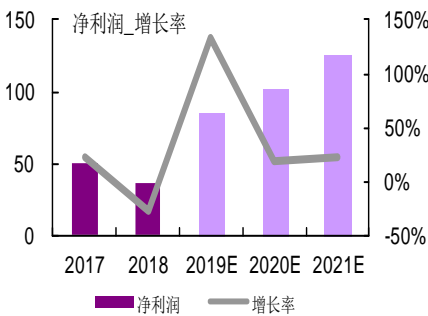
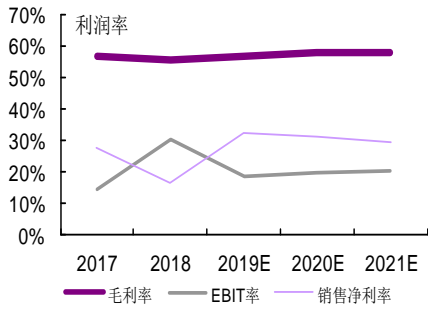
公司所在的透明质酸行业为技术驱动型行业，只有持续的研发投入、保持研发技术的领先才能保持持续的竞争力，因此研发对于公司的发展具有重要的意义。但若研发失败、前期的研发投入未能很好转化为技术成果、将影响公司的未来发展。

➤ 医保控费加剧药品降价超预期

公司现有的医疗终端产品中透明质酸注射液纳入医保目录（公司其他医疗终端产品未纳入医保目录）。未来医保控费加剧或致药品降价超预期，从而影响公司营收及净利。

➤ 营销投入效果不及预期

化妆品具有快消品属性，业务发展离不开品牌的持续营销。当前消费者接受的媒体从电视端逐步转移至移动端，微信、微博、小红书等手机移动端社交平台的流量营销逐渐成为主流。营销环境的变迁需要品牌方新的营销人才/团队、策略、方案等，若公司的营销策略错误、投入效果不及预期，将影响公司业绩表现。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	818	1,263	1,815	2,505	3,363
营业成本	201	254	360	488	635
折旧和摊销	44	48	47	49	50
营业税费	19	27	18	25	34
销售费用	125	284	472	676	942
管理费用	175	170	272	401	572
财务费用	16	-23	-7	-18	-29
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	15	10	20	15	0
营业利润	284	524	710	943	1,202
利润总额	284	515	711	944	1,204
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	222	424	574	759	977

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,883	2,071	2,895	3,881	5,020
流动资产	1,170	1,297	2,286	3,268	4,407
货币资金	332	854	1,465	2,221	3,077
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	153	202	358	454	604
应收票据	69	22	93	127	134
其他应收款	40	10	60	75	79
存货	140	177	277	352	463
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	15	15	15	15
固定资产	374	376	407	431	449
无形资产	90	163	147	132	119
总负债	245	354	604	831	993
无息负债	245	314	604	831	993
有息负债	0	40	0	0	0
股东权益	1,638	1,717	2,291	3,051	4,027
股本	89	430	480	480	480
公积金	593	953	961	998	998
未分配利润	957	333	850	1,572	2,549
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	343	442	467	708	827
净利润	222	424	574	759	977
折旧摊销	44	48	47	49	50
净营运资金增加	437	-241	405	409	599
其他	-360	212	-559	-509	-799
投资活动产生现金流	-329	-35	131	-35	-50
净资本支出	-46	-168	-50	-50	-50
长期投资变化	0	15	0	0	0
其他资产变化	-283	119	181	15	0
融资活动现金流	-231	85	13	82	79
股本变化	0	342	50	0	0
债务净变化	-220	40	-40	0	0
无息负债变化	42	68	290	227	162
净现金流	-226	509	611	756	857

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.58%	54.41%	43.72%	38.01%	34.24%
净利润增长率	-17.50%	90.70%	35.41%	32.29%	28.66%
EBITDA 增长率	-5.69%	68.53%	26.73%	31.27%	27.62%
EBIT 增长率	-8.86%	77.03%	29.37%	33.17%	28.91%
盈利能力 (%)					
毛利率	75.48%	79.92%	80.19%	80.54%	81.13%
EBITDA 率	41.81%	45.63%	40.23%	38.27%	36.38%
EBIT 率	36.47%	41.82%	37.64%	36.32%	34.88%
税前净利润率	34.72%	40.77%	39.16%	37.68%	35.79%
税后净利润率 (归属母公司)	27.17%	33.56%	31.62%	30.30%	29.04%
ROA	11.80%	20.47%	19.82%	19.56%	19.46%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.57%	24.68%	25.05%	24.89%	24.26%
经营性 ROIC	13.62%	28.59%	32.09%	35.39%	36.38%
偿债能力					
流动比率	6.43	4.45	4.57	4.93	5.69
速动比率	5.66	3.84	4.01	4.40	5.09
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.46	0.88	1.20	1.58	2.04
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.72	0.92	0.97	1.48	1.72
每股自由现金流(FCFF)	-0.43	1.16	0.32	0.68	0.75
每股净资产	3.41	3.58	4.77	6.36	8.39
每股销售收入	1.70	2.63	3.78	5.22	7.01

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼